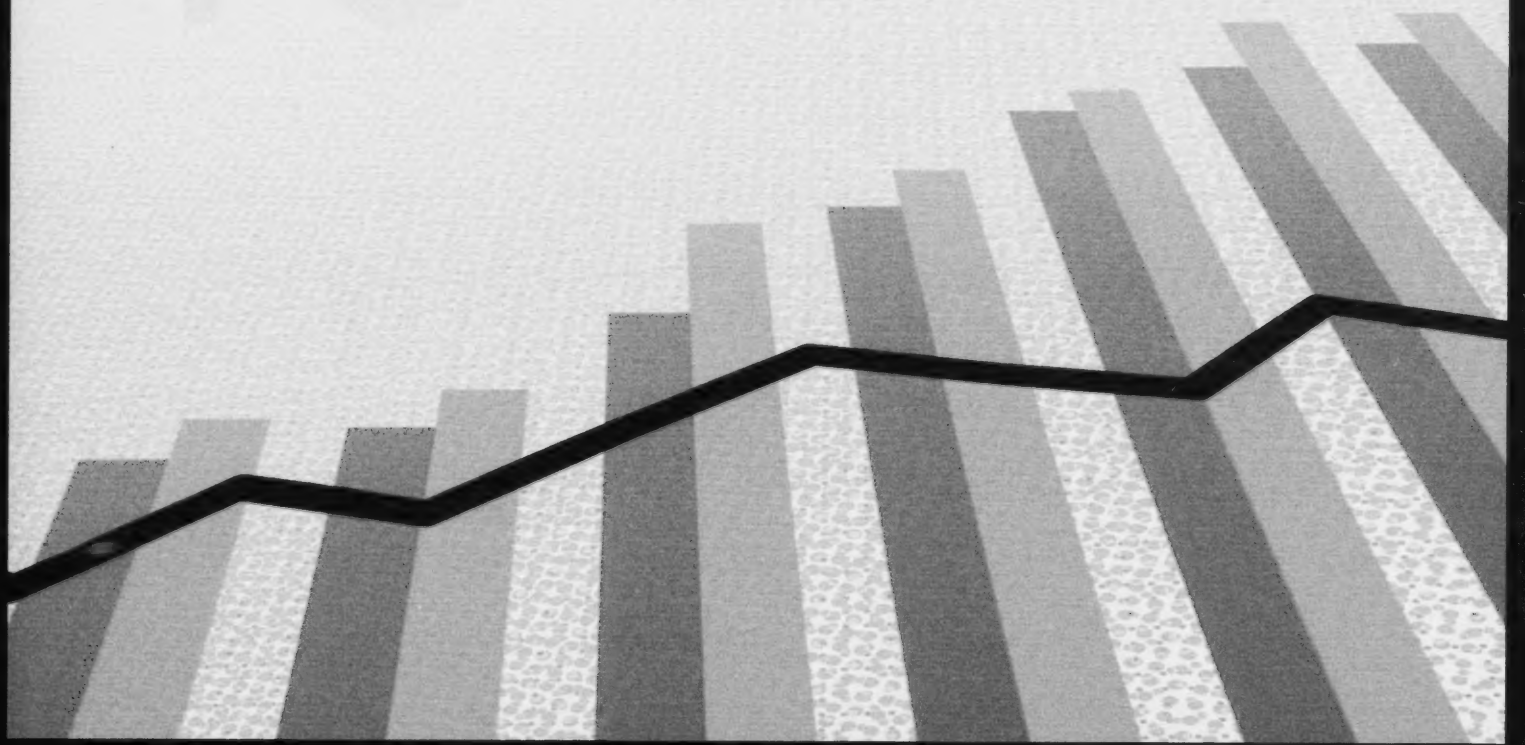
BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

REVUE DU SYSTÈME FINANCIER

Décembre 2016

2016



Le système financier du Canada

Le système financier et l'économie

- Un système financier stable et efficient est essentiel à une croissance économique soutenue et à l'amélioration du niveau de vie.
- La capacité des ménages et des entreprises de canaliser leur épargne vers des investissements productifs et de gérer en toute confiance les risques associés à ceux-ci est l'un des fondements de l'économie canadienne.

Le risque systémique

- Les vulnérabilités du système financier sont des conditions préexistantes susceptibles d'amplifier les chocs et de les propager. Au nombre de ces vulnérabilités figurent un levier financier élevé, les déséquilibres des prix des actifs ainsi que les asymétries d'échéances et de financement. L'interaction des vulnérabilités et des événements déclencheurs peut entraîner la matérialisation de risques qui peuvent perturber le système financier et nuire à l'économie.
- Les mesures prises pour atténuer les vulnérabilités et accroître la résilience du système financier contribuent à réduire le risque systémique et à soutenir la stabilité financière.

Le rôle de la Banque du Canada

- Conformément à l'engagement qu'elle a pris de favoriser la prospérité économique et financière du pays, la Banque du Canada s'attache à promouvoir activement la stabilité et l'efficience du système financier.
- Elle offre à cette fin des services de banque centrale : elle fournit diverses facilités de trésorerie et de prêt de dernier ressort, assure la surveillance des principales infrastructures de marchés financiers canadiennes, effectue et publie des analyses et des recherches, et contribue à l'élaboration et à la mise en œuvre de politiques publiques.
- À l'appui de ses objectifs liés au système financier, la Banque collabore avec les autorités fédérales, provinciales et internationales.

La *Revue du système financier*

- Dans la *Revue du système financier*, la Banque fait une analyse de la résilience du système financier canadien. La première section de la *Revue* résume le jugement des membres du Conseil de direction de la Banque du Canada sur les principales vulnérabilités et les principaux risques menaçant la stabilité du système financier. Elle met aussi en lumière les efforts que les autorités déploient afin de limiter ces risques.
- Étant donné les liens d'interdépendance entre stabilité financière et stabilité macroéconomique, l'évaluation des risques financiers présentée dans la *Revue* est établie dans le contexte de l'évaluation que fait la Banque des conditions macroéconomiques dans le *Rapport sur la politique monétaire*.
- La *Revue du système financier* contient également des analyses réalisées par des spécialistes de la Banque concernant le système financier et les politiques qui visent à en améliorer la résilience. De façon générale, la *Revue du système financier* vise à promouvoir un débat public éclairé sur tous les aspects du système financier.

La *Revue du système financier* de la Banque du Canada peut être consultée dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1705-1290 (version papier)
ISSN 1705-1312 (Internet)
© Banque du Canada 2016

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Revue du système financier

Décembre 2016

La section « Évaluation des vulnérabilités et des risques » est produite sous la supervision du Conseil de direction de la Banque du Canada, qui réunit Stephen S. Poloz, Carolyn A. Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au 8 décembre 2016.

Table des matières

Évaluation des vulnérabilités et des risques 1

Conditions macrofinancières 1

Principales vulnérabilités du système financier canadien 2

Récentes modifications aux politiques touchant le secteur canadien du logement 3

Vulnérabilité 1 : le niveau élevé d'endettement des ménages canadiens ..5

Vulnérabilité 2 : les déséquilibres sur le marché du logement au Canada ..11

Vulnérabilité 3 : la fragilité de la liquidité des marchés de titres à revenu fixe 14

Principaux risques 16

Risque 1 : des tensions financières dans le secteur des ménages et une correction marquée des prix des logements 16

Risque 2 : une brusque hausse des taux d'intérêt à long terme causée par une augmentation des primes de risque à l'échelle mondiale 18

Risque 3 : des tensions émanant de la Chine et d'autres pays émergents 19

Risque 4 : une faiblesse prolongée des cours des produits de base 19

Protéger le système financier 20

Rapports 25

La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride 27
Bo Young Chang, Michael Januska, Gitanjali Kumar et André Usche

La montée des sociétés de financement hypothécaire au Canada : avantages et vulnérabilités 45
Don Coletti, Marc-André Gosselin et Cameron MacDonald

La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : vers des marchés plus résilients 63
Michael Mueller et André Usche

Évaluation des vulnérabilités et des risques

Conditions macrofinancières

La croissance économique a été modeste

Après un premier semestre décevant, la croissance économique mondiale a repris de la vigueur, stimulée par des facteurs fondamentaux robustes aux États-Unis et un léger redressement des marchés émergents. L'ajustement de l'économie canadienne aux bas prix des produits de base est bien entamé. Au Canada, la croissance est soutenue par les mesures budgétaires en place et par des conditions monétaires et financières expansionnistes. Les nouvelles règles de financement du logement permettront d'atténuer les vulnérabilités des ménages au fil du temps et devraient ralentir l'activité sur le marché de l'habitation.

Les rendements obligataires mondiaux ont remonté rapidement

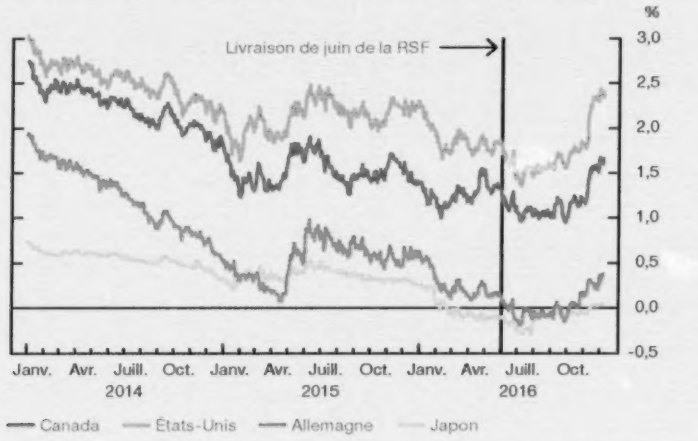
Les rendements des obligations d'État à long terme ont touché de nouveaux creux cycliques dans les économies avancées en juillet, en raison notamment de la poursuite des achats d'actifs par un certain nombre de banques centrales. En novembre, toutefois, les taux à long terme ont augmenté dans plusieurs économies avancées, dont le Canada, pour revenir près des niveaux observés au début de l'année (**Graphique 1**).

L'accroissement des taux d'intérêt à long terme à l'échelle mondiale a été tiré par les États-Unis, où le rendement des obligations d'État à dix ans a gagné environ 50 points de base depuis le début de novembre. Les participants au marché ont revu à la hausse leurs attentes à l'égard de la croissance économique et de l'inflation aux États-Unis et estiment maintenant que la Réserve fédérale pourrait pratiquer un relèvement des taux supérieur à ce qui avait été anticipé antérieurement. Ces facteurs ont causé une appréciation du dollar américain, dont la valeur a atteint un sommet de plus de dix ans selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux.

Malgré la montée récente des taux d'intérêt à long terme, les économies avancées continuent d'appliquer une politique monétaire fortement expansionniste et de recourir à des mesures non traditionnelles, ce qui a contribué à soutenir les évaluations élevées dans la plupart des catégories d'actifs à l'échelle mondiale. Depuis la parution de la *Revue du système financier* de juin, les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés se sont légèrement amenuisés et les marchés boursiers se sont redressés aux États-Unis et au Canada. Le volume des émissions d'obligations de sociétés aux États-Unis se situe à un sommet historique.

Graphique 1 : Les rendements des obligations d'État à long terme dans les économies avancées sont revenus près de leurs niveaux de janvier

Rendement à l'échéance des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg Finance L.P. Dernière observation : 8 décembre 2016

Toutefois, les préoccupations que suscite la capitalisation de certaines banques européennes se sont par ailleurs accentuées depuis six mois, et elles sont exacerbées par l'incertitude entourant le soutien public qui pourrait être accordé à ces institutions. Cette situation a pesé sur les prix des actions et des obligations des banques concernées.

La hausse des rendements des obligations d'État a entraîné une montée des taux hypothécaires au Canada

Au Canada, les taux hypothécaires augmentent sous l'effet de la hausse des coûts de financement. L'accroissement des coûts de financement des banques a été entraîné par une augmentation importante du rendement des obligations du gouvernement du Canada, tandis que les écarts de taux liés au financement bancaire se sont légèrement rétrécis.

De plus, les prêteurs ont réagi aux changements qui ont été apportés aux règles de financement du logement en relevant les taux de certains types de prêts hypothécaires. À titre d'exemple, des prêteurs ont ajouté de 10 à 15 points de base aux taux qu'ils appliquent aux transactions de refinancement et aux prêts hypothécaires amortis sur plus de 25 ans. Dans le cas de ces prêts, les prêteurs n'ont plus accès à l'assurance hypothécaire et doivent donc composer avec des coûts de financement plus élevés.

Principales vulnérabilités du système financier canadien

La Banque considère toujours que trois vulnérabilités touchent plus fortement le système financier canadien. Ces vulnérabilités sont :

- le niveau élevé d'endettement des ménages canadiens;
- les déséquilibres sur le marché du logement au Canada;
- la fragilité de la liquidité des marchés de titres à revenu fixe.

Depuis la parution de la *Revue* de juin, les administrations fédérale, provinciales et municipales ont mis en œuvre une série de modifications aux politiques qui a une incidence sur l'évolution des vulnérabilités des ménages et

du secteur du logement. Ensemble, ces changements influeront surtout sur l'endettement des ménages en améliorant la qualité des emprunts futurs. Les modifications sont décrites à la section suivante et leurs effets sur les vulnérabilités des ménages et du secteur du logement sont analysés aux sections subséquentes.

Récentes modifications aux politiques touchant le secteur canadien du logement

Cet automne, le gouvernement fédéral a annoncé plusieurs modifications aux politiques de financement du logement afin d'assurer la sécurité financière à long terme des Canadiens[1]. Ces initiatives s'ajoutent à une série de mesures qui ont permis de resserrer les règles de financement du logement depuis 2008. Les nouvelles mesures sont notamment les suivantes :

- *Relèvement du taux admissible servant à calculer les ratios du service de la dette* — Selon les règles de l'assurance hypothécaire, la capacité de payer de l'emprunteur doit désormais être évaluée en fonction du plus élevé de deux taux, à savoir le taux d'intérêt contractuel ou le taux d'intérêt de référence affiché pour les prêts hypothécaires à taux fixe à cinq ans[2]. Cette exigence s'appliquait déjà aux prêts hypothécaires assurés à rapport prêt-valeur élevé qui sont assortis d'un taux variable ou d'un taux fixe à moins de cinq ans[3]. Elle s'applique maintenant à tous les prêts hypothécaires assurés. Pour les emprunteurs touchés par les nouvelles règles, ce changement a pour effet de relever d'environ 2 points de pourcentage le taux retenu à l'heure actuelle[4]. Le taux admissible plus élevé agit en quelque sorte à titre de test de résistance sur l'intégralité du cycle permettant d'évaluer si les emprunteurs seraient toujours en mesure de s'acquitter de leurs paiements hypothécaires même si les taux d'intérêt étaient plus élevés au moment du renouvellement du prêt ou si leur ménage subissait une baisse de revenu.
- *Restrictions visant l'admissibilité des prêts hypothécaires à faible rapport prêt-valeur à l'assurance hypothécaire* — Les critères relatifs à l'assurance de portefeuille et à d'autres types d'assurance hypothécaire discrétionnaire ont été resserrés afin qu'ils cadrent avec les règles régissant l'assurance des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé. Les prêteurs se servent de ces assurances pour réduire le risque de crédit dans un

1 Des changements ont aussi été apportés en vue d'éliminer des failles dans l'application de l'exemption d'impôt sur les gains en capital découlant de la vente d'une résidence principale, et le gouvernement mène des consultations sur la mise en œuvre de mesures de partage des risques avec les prêteurs. Pour obtenir de plus amples renseignements sur ces modifications, voir les pages suivantes du site Web du ministère des Finances du Canada : *Le ministre Morneau annonce des mesures préventives pour le maintien d'un marché du logement solide, concurrentiel et stable* (3 octobre 2016) et *Le ministère des Finances du Canada lance des consultations sur le partage des risques avec les prêteurs pour les prêts hypothécaires assurés garantis par le gouvernement* (21 octobre 2016).

2 Le taux de référence publié dans le site Web de la Banque du Canada correspond au mode (valeur la plus fréquente) des taux sur les prêts hypothécaires ordinaires fixes à cinq ans affichés par les six grandes banques canadiennes.

3 On considère que le rapport prêt-valeur d'un prêt hypothécaire est élevé lorsqu'il est supérieur à 80 % et qu'il est faible dans les autres cas. Toutes les institutions financières sous réglementation fédérale et la plupart de celles sous réglementation provinciale doivent détenir une assurance hypothécaire couvrant les prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé.

4 Les prêteurs affichent des taux supérieurs à la plupart des taux contractuels pour trois raisons. Premièrement, les prêteurs ne sont pas autorisés à exiger un taux supérieur à celui qu'ils affichent et doivent donc fixer le taux affiché à un niveau suffisamment élevé pour compenser le risque que représenterait l'octroi de prêts à des emprunteurs plus à risque. Deuxièmement, les taux affichés servent à calculer les frais qu'un emprunteur doit payer pour résilier son contrat hypothécaire avant terme. Un taux affiché plus élevé décourage les emprunteurs de résilier leurs contrats hypothécaires. Troisièmement, en n'affichant pas leurs meilleurs taux, les prêteurs accroissent leur pouvoir de négociation lorsqu'ils traitent avec les emprunteurs. Pour en savoir plus, voir J. Allen, R. Clark et J.-F. Houde (2014), « Price Dispersion in Mortgage Markets », *The Journal of Industrial Economics*, vol. 62, nº 3, p. 377-416.

portefeuille de prêts hypothécaires et pour accéder au financement offert en vertu du Programme des titres hypothécaires LNH ou du Programme des Obligations hypothécaires du Canada. Aux termes de ces nouvelles restrictions, ni les prêts hypothécaires amortis sur plus de 25 ans ni les prêts hypothécaires obtenus dans le cadre d'une opération de refinancement[5] ne pourront désormais être assurés.

Au cours de l'été, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a annoncé le renforcement des attentes de surveillance relatives à la souscription de prêts hypothécaires, y compris la vérification du revenu, et a réitéré son intention de resserrer les normes de fonds propres applicables à la souscription de prêts hypothécaires et à l'assurance hypothécaire. Les normes de fonds propres applicables aux prêts adossés à des biens immobiliers résidentiels ont été revues pour qu'elles tiennent compte du degré de certitude moindre entourant la valeur des garanties, laquelle dépend de la conjoncture du marché du logement[6]. Le BSIF a également apporté des précisions concernant les conditions dans lesquelles les avantages de l'assurance hypothécaire sur le plan de l'atténuation des risques peuvent être pris en considération au titre des exigences réglementaires en matière de fonds propres.

Par ailleurs, d'autres nouvelles mesures auront aussi une incidence sur le secteur du logement :

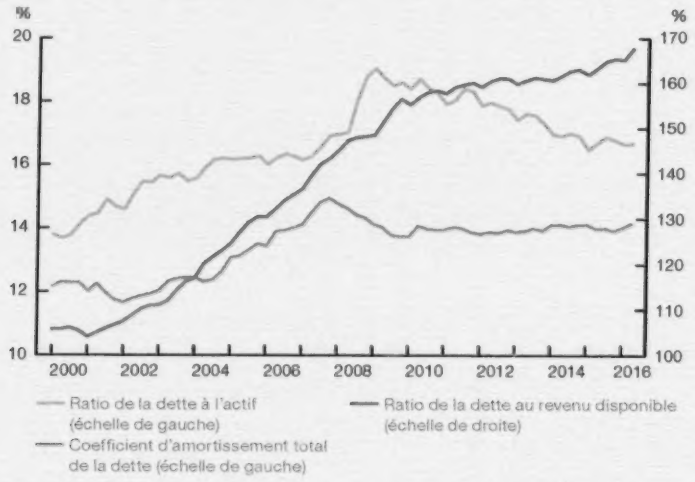
- *Droits de mutation immobilière imposés aux acheteurs étrangers (Vancouver)* — Le 25 juillet, le gouvernement de la Colombie-Britannique a annoncé l'instauration de droits de mutation immobilière de 15 % sur les immeubles résidentiels du district régional de Vancouver achetés par des personnes qui ne sont ni des résidents permanents ni des citoyens canadiens. Ces droits ont pris effet le 2 août.
- *Taxe sur les logements vacants (Vancouver)* — La municipalité de Vancouver a institué une taxe annuelle sur les logements inoccupés qui représente 1 % de la valeur estimative de la propriété. Cette taxe entrera en vigueur en 2017.
- *Mesures visant l'abordabilité des logements* — Certains gouvernements ont annoncé de nouvelles mesures visant à rendre les logements plus abordables, en particulier pour les accédants à la propriété et les ménages à faible revenu. Le gouvernement du Canada a notamment annoncé, dans le budget de 2016, l'allocation de fonds supplémentaires pour la construction de logements abordables. Il a par ailleurs mené une consultation sur la Stratégie nationale en matière de logement. Le gouvernement ontarien a annoncé une hausse du remboursement des droits de cession immobilière accordé aux accédants à la propriété, et le gouvernement de la Colombie-Britannique, un investissement de 500 millions de dollars dans la construction de logements abordables.

---

5 Il y a refinancement lorsqu'un emprunteur change de prêteur ou modifie d'importantes clauses du contrat hypothécaire comme le montant du prêt ou la durée d'amortissement. Le simple renouvellement d'un prêt venu à échéance ne fait pas l'objet de restrictions aux termes des nouvelles règles. D'autres types de prêts hypothécaires ne seront plus admissibles à l'assurance, notamment les prêts octroyés pour l'achat d'une propriété de plus d'un million de dollars et ceux accordés pour l'achat de certains immeubles locatifs.

6 Voir BSIF (2016), *Renforcer le cadre de gestion prudente des risques associés à la souscription de prêts hypothécaires résidentiels*, 7 juillet. Les changements aux normes de fonds propres qui s'appliquent aux assureurs hypothécaires seront mis en œuvre en janvier 2017.

Graphique 2 : Le ratio de la dette au revenu disponible a augmenté



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2016T2

Vulnérabilité 1 : le niveau élevé d'endettement des ménages canadiens

L'endettement des ménages a continué d'augmenter à l'échelle du pays et, fait plus important encore, la proportion de ménages très endettés a elle aussi poursuivi sa progression dans de nombreuses villes canadiennes. Les ménages fortement endettés pourraient avoir plus de mal à s'adapter à une baisse de revenu ou à un autre choc financier. Ils pourraient être contraints de réduire considérablement leurs dépenses, voire, dans les cas extrêmes, se retrouver en défaut de paiement, ce qui pourrait avoir des conséquences notables pour l'économie et le système financier. Les mesures adoptées depuis la parution de la *Revue* de juin limiteront le nombre de ménages qui deviennent fortement endettés en raison de l'achat d'un logement.

L'alourdissement de la dette des ménages et la hausse marquée des prix des logements ont continué de se renforcer mutuellement, si bien que le ratio de la dette au revenu disponible s'approche de 170 % au Canada (**Graphique 2**). L'endettement croissant est soutenu par une expansion solide du crédit hypothécaire, et le crédit à la consommation (qui ne comprend pas les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier) croît toujours au même rythme que le revenu ou un peu plus rapidement. Les mesures nationales des remboursements de la dette en proportion du revenu (le ratio du service de la dette) et de la dette totale par rapport à l'actif sont demeurées généralement stables au cours des deux dernières années. Ces mesures sont contenues par les bas taux d'intérêt et les prix élevés des logements, respectivement.

La proportion d'emprunteurs ayant une dette hypothécaire élevée continue d'augmenter

La proportion d'emprunteurs dont la dette hypothécaire est élevée en proportion de leur revenu continue de s'accroître dans de nombreuses villes canadiennes. Le **Tableau 1** montre que, parmi les prêts hypothécaires dont

Tableau 1 : La proportion d'emprunteurs ayant une dette hypothécaire élevée augmente dans de nombreuses villes

Pourcentage des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé octroyés à des emprunteurs présentant un ratio de prêt au revenu supérieur à 450 %

	Canada	Toronto	Vancouver	Calgary	Montréal	Ottawa-Gatineau	Halifax
2014T3	13	32	31	26	10	8	5
2015T3	16	41	37	32	13	11	6
2016T3	18	49	39	32	13	13	7

Nota : On considère que le rapport prêt-valeur d'un prêt hypothécaire est élevé lorsqu'il est supérieur à 80 %. Les villes renvoient à la région métropolitaine de recensement correspondante.

Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

le rapport prêt-valeur est élevé[7], la proportion d'emprunteurs dont le ratio de prêt au revenu est supérieur à 450 % a progressé au troisième trimestre de 2016[8]. L'Encadré 1 de la *Revue* de juin 2016 fait état de tendances similaires en ce qui concerne les prêts hypothécaires non assurés, de 2014 à 2015.

Cette tendance est alimentée en partie par la hausse des prix des logements, surtout à Toronto et à Vancouver. À titre d'exemple, près de la moitié des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé qui ont été octroyés à Toronto au troisième trimestre de 2016 présentaient un ratio de prêt au revenu supérieur à 450 %, alors que cette proportion était de 41 % un an plus tôt. En outre, les prêts hypothécaires affichant un ratio élevé de prêt au revenu se répandent dans l'ensemble de la région de Toronto (**Graphique 3**)[9] et gagnent des villes voisines, comme Oshawa et Hamilton. Dans ces villes, la proportion des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé dont le ratio de prêt au revenu dépasse 450 % a plus que doublé depuis trois ans, pour passer de 10 % environ à quelque 25 %.

Les nouvelles règles de financement du logement freineront la hausse du nombre de ménages fortement endettés

Les mesures mises en place par le gouvernement fédéral à l'automne auront, avec le temps, une incidence constructive sur le nombre de ménages fortement endettés. Pour qu'un emprunteur soit admissible à l'assurance hypothécaire, les ratios du service de sa dette ne doivent pas être supérieurs au niveau maximal admissible fixé pour chacun des deux critères suivants : le coefficient d'amortissement brut de la dette et le coefficient d'amortissement total de la dette[10]. Le relèvement du taux admissible servant à calculer les ratios du service de la dette permettra de réduire la proportion d'emprunteurs présentant un ratio élevé de prêt au revenu qui sont admissibles à un prêt.

7 Les emprunteurs détenant un prêt hypothécaire à rapport prêt-valeur élevé sont parties à environ 40 % des transactions de revente de logements à l'échelle du pays. Ils sont un peu moins présents sur les marchés où les prix des logements sont élevés, car il n'est pas possible de souscrire un prêt hypothécaire à rapport prêt-valeur élevé pour acheter une propriété de plus de un million de dollars.

8 La probabilité qu'un ménage ne soit plus en mesure de faire ses remboursements après un événement défavorable augmente lorsque son ratio prêt-revenu est élevé. Ce ratio est une mesure utile sur l'ensemble du cycle parce qu'il ne varie pas directement sous l'effet des mouvements des taux d'intérêt et qu'il n'est influencé par les prix des logements qu'au moment de l'octroi du prêt. Cela dit, il s'agit d'une mesure de l'endettement parmi plusieurs autres.

9 On pourra consulter des cartes montrant l'évolution de l'endettement sur plusieurs années dans les régions de Toronto, de Vancouver et de Calgary dans le site Web de la Banque du Canada.

10 Le coefficient d'amortissement brut de la dette correspond aux charges du logement, y compris les paiements hypothécaires, les taxes et les coûts de chauffage, par rapport au revenu brut de l'acheteur. Il ne doit pas dépasser 39 % (dans le cas des emprunteurs dont le pointage de crédit est élevé). Le coefficient d'amortissement total de la dette correspond aux charges du logement plus tous les autres remboursements de dette, notamment ceux associés aux prêts automobiles et aux cartes de crédit, par rapport au revenu brut de l'acheteur. Ce ratio ne doit pas dépasser 44 % (dans le cas des emprunteurs dont le pointage de crédit est élevé).

Encadré 1

Les prix des logements : une question d'offre et de demande

Les prix des logements sont la résultante de la situation économique locale et de facteurs nationaux plus larges comme les taux d'intérêt et l'accès au crédit. Le **Tableau 1-A** contient la liste de ces facteurs déterminants de l'offre et de la demande. Pour chacun d'entre eux, les changements intervenus depuis l'effondrement des cours pétroliers en 2014 sont présentés, ainsi qu'un résumé des conséquences anticipées des nouvelles mesures décrites dans la section intitulée « Récentes modifications aux politiques touchant le secteur canadien du logement ».

Les mesures prises par des municipalités, des provinces et le gouvernement fédéral ont des objectifs et des effets divers. Les mesures fédérales adoptées récemment auront comme principale finalité d'accroître la résilience des ménages et des institutions financières en cas de chocs négatifs. Les ménages dont une faible portion du revenu est consacrée au service de la dette peuvent mieux s'adapter aux chocs, comme ceux que représentent un relèvement soudain des taux d'intérêt ou une baisse de revenu (**Risque 1**). Les mesures réduiront aussi quelque peu la demande de logements, en regard de ce que celle-ci aurait été en l'absence de ces mesures. Une baisse de la demande pèsera sur les prix des logements.

Tableau 1-A : Principaux facteurs ayant une incidence sur les prix des logements

	Changements survenus depuis 2014	Mesures annoncées depuis juin 2016 et effets anticipés
	Demande	
Évolution démographique	▪ La cohorte des propriétaires (les 25-75 ans) a crû au rythme moyen de 1,25 % par an. ▪ La croissance démographique est assurée, dans environ deux cas sur trois, par le volume net de la migration internationale; dans environ la moitié des cas, les migrants s'installent en Colombie-Britannique ou en Ontario. ▪ Les migrations interprovinciales à destination de l'Alberta affichent une tendance nette très à la baisse : après un gain d'un peu plus de 10 000 personnes au second trimestre de 2014, le solde migratoire affiche un déficit de 2 100 personnes au second trimestre de 2016; parallèlement, les flux migratoires en direction de l'Ontario et de la Colombie-Britannique ont augmenté, tout particulièrement à Toronto ou à Vancouver et dans les environs.	▪ La cible d'immigration du gouvernement fédéral est passée de quelque 272 000 personnes en 2015 à 300 000 personnes en 2016. ▪ Cette cible sera maintenue à 300 000 en 2017. ▪ La demande de logements en sera renforcée, tout particulièrement à Toronto, Montréal et Vancouver.
Revenu	▪ Le revenu personnel continue d'augmenter, mais des différences marquées sont observées entre les régions productrices de pétrole et le reste du pays. ▪ Par rapport à janvier 2014, l'emploi a crû d'environ 4 % à Toronto et 6 % à Vancouver, ce qui est bien supérieur au taux national de croissance de quelque 2,5 %.	▪ Le remboursement des droits de cession immobilière accordé par le gouvernement de l'Ontario améliore légèrement l'accessibilité pour les accédants à la propriété, et stimule la demande de façon marginale.
Taux d'intérêt et accès au crédit	▪ Le recul des taux d'intérêt a favorisé l'accès à la propriété et fait augmenter la part de l'investissement résidentiel dans le PIB (7,5 % au troisième trimestre de 2016 contre 6,6 % au premier trimestre de 2014) ainsi que la part du secteur du logement dans l'emploi total. ▪ La concurrence sur le marché hypothécaire s'est intensifiée du fait de la présence des courtiers hypothécaires et des sociétés de financement hypothécaire.	▪ La nouvelle politique fédérale en matière de financement du logement vient rehausser la qualité des nouveaux crédits; l'incidence de cette politique s'ajoute aux effets des mesures relatives au financement hypothécaire adoptées depuis 2008. ▪ Les nouvelles normes de fonds propres du BSIF renforceront la résilience des banques et des assureurs hypothécaires face à des chocs défavorables dans le marché du logement. ▪ Ensemble, les nouvelles règles sur le financement du logement et les nouvelles normes de fonds propres restreindront l'accès au crédit hypothécaire, conduiront à une hausse des taux hypothécaires et feront légèrement fléchir la demande de logements, toutes choses égales par ailleurs.

(suite à la page suivante)

Encadré 1 (*suite*)

Tableau 1-A : Principaux facteurs ayant une incidence sur les prix des logements

	Changements survenus depuis 2014	Mesures annoncées depuis juin 2016 et effets anticipés
Activité des investisseurs	▪ Avant l'imposition de droits de mutation immobilière aux étrangers, les ventes faites auprès d'acheteurs étrangers constituaient environ 10 % des ventes à Vancouver[a]. Il n'y a pas de données disponibles pour les autres villes. ▪ Des données d'un autre ordre tendent à montrer que la demande des acheteurs étrangers à Vancouver est à la hausse depuis au moins le début de 2015[b]. ▪ La demande de logements en copropriété émanant des investisseurs est forte à Vancouver et à Toronto : environ le quart des logements en copropriété sont des logements locatifs à Vancouver; à Toronto, la proportion est près du tiers.	▪ Les droits de mutation immobilière qu'impose le gouvernement de la Colombie-Britannique aux acheteurs étrangers dans le district régional du Grand Vancouver et la taxe sur les logements inoccupés instaurée par la municipalité de Vancouver devraient réduire la demande des acheteurs étrangers. ▪ Il est également possible que ces mesures entraînent un déplacement de la demande vers d'autres grands centres urbains du Canada.
Attentes	▪ Il se peut que des anticipations de prix autoréalisatrices contribuent aussi de manière importante à alimenter la demande à Vancouver et Toronto, ainsi que dans les marchés voisins.	▪ Les mesures fédérales adoptées ont eu peu d'effet sur les anticipations de prix au quatrième trimestre 2016[c].
	Offre	
Activité dans le secteur de la construction	▪ Les mises en chantier à l'échelle nationale sont à peu près conformes à la demande liée à l'évolution démographique. ▪ Les logements en copropriété restent le principal type d'habitations mises en chantier à Toronto, Vancouver et Montréal : les volumes des mises en chantier dans le segment des maisons individuelles ont été modestes, en partie du fait de contraintes géographiques et des contraintes liées à l'utilisation du sol.	▪ Les enveloppes budgétaires accordées par le gouvernement fédéral et les gouvernements provinciaux contribuent au soutien de l'offre de logements abordables.
Contraintes liées à l'utilisation du sol	▪ La réglementation en matière d'utilisation du sol dans les zones résidentielles freine l'offre de nouveaux logements dans les grands centres urbains (par exemple, les résultats de récentes enquêtes menées auprès des professionnels du secteur tendent à montrer que la longueur des délais d'autorisation des projets immobiliers ainsi que l'incertitude entourant ces délais limitent la construction résidentielle)[d].	▪ Aucune initiative d'envergure n'a été lancée pour desserrer les contraintes d'offre liées à la réglementation sur l'utilisation du sol.

a. Selon les nouvelles données du registre foncier pour la période allant du 10 juin au 14 juillet 2016 qui ont été compilées par le gouvernement de la Colombie-Britannique. Les achats attribués à des étrangers ne sont pas tous des investissements. Cette catégorie regroupe aussi les achats que réalisent des résidents temporaires ou des personnes qui s'apprêtent à déménager au Canada.

b. À la lumière des données sur les émissions de prêts hypothécaires, de plus en plus de prêts hypothécaires présentent des caractéristiques laissant à penser qu'ils sont consentis à des étrangers : absence de vérification du revenu et grande proportion de cas où le ratio prêt-valeur est de 65 %, un seuil à partir duquel les banques ont parfois des exigences supplémentaires aux fins de souscription. Cette tendance s'observe surtout sur le marché vancouvérois.

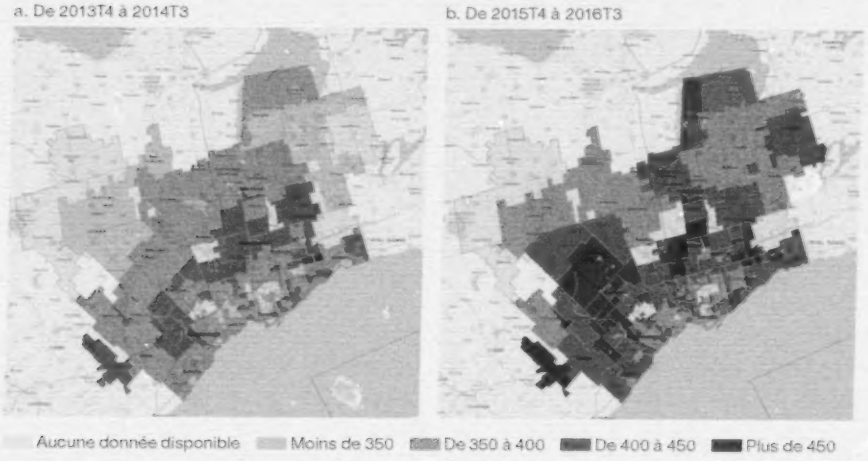
c. Résultats de l'enquête de la Banque sur les attentes des consommateurs au Canada pour les troisième et quatrième trimestres de 2016.

d. K. P. Green, J. Filipowicz, S. Lafleur et I. Herzog (2016). *The Impact of Land-Use Regulation on Housing Supply in Canada*, Institut Fraser, 7 juillet; Green et autres (2016). *New Homes and Red Tape in Ontario: Residential Land-Use Regulation in the Greater Golden Horseshoe*, Institut Fraser, 4 octobre; Green et autres (2015). *New Homes and Red Tape: Residential Land-Use Regulation in BC's Lower Mainland*, Institut Fraser, 16 juillet.

Le **Graphique 4** montre l'incidence qu'aurait eue le relèvement du taux admissible sur les emprunteurs si la mesure avait été en vigueur au cours de la période de douze mois terminée en septembre 2016. Toutes choses égales par ailleurs, environ 31 % des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé accordés à l'échelle nationale durant cette période n'auraient pas répondu aux critères d'admissibilité. Le relèvement du taux admissible servant à calculer les ratios du service de la dette entraînera une amélioration immédiate de la qualité des nouveaux prêts hypothécaires et rendra l'encours de la dette graduellement plus viable qu'il ne l'aurait été si les changements n'avaient pas été adoptés.

Graphique 3 : Les prêts hypothécaires affichant un ratio élevé de prêt au revenu se répandent dans l'ensemble de la région de Toronto

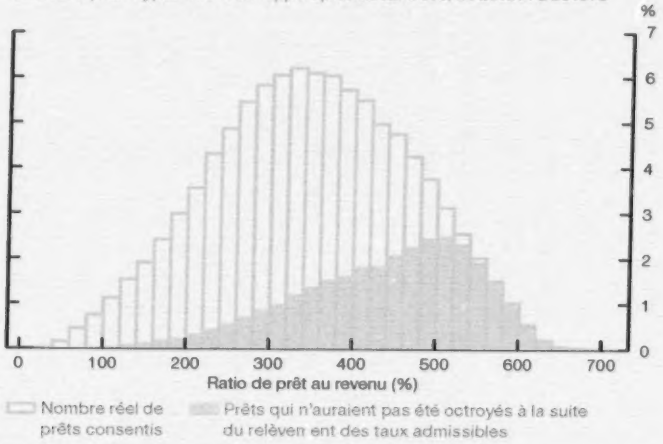
Ratio moyen de prêt au revenu des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé, en pourcentage



Sources : ministère des Finances du Canada; *Fichier de conversion des codes postaux*[MD] (2016), Statistique Canada, nº 92-154-X au catalogue; *Fichier des limites des régions de tri d'acheminement*, recensement de 2011, Statistique Canada, nº 92-179-X au catalogue; Google; calculs de la Banque du Canada

Graphique 4 : Parmi les prêts hypothécaires présentant un ratio élevé de prêt au revenu consentis au cours de la dernière année, nombreux sont ceux qui n'auraient pas été octroyés à la suite du relèvement des taux admissibles

Octroi de prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé, de 2015T4 à 2016T3



Nota : En supposant un nouveau taux admissible de 4,64 %. On considère que le rapport prêt-valeur d'un prêt hypothécaire est élevé lorsqu'il est supérieur à 80 %.

Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

Le **Tableau 2** présente l'effet que la hausse du taux admissible aurait eu dans différentes villes. Comme en témoignent les données de la première ligne, une part considérable d'emprunteurs de partout au pays auraient dépassé le coefficient d'amortissement total de la dette ou le coefficient d'amortissement brut de la dette en raison de leurs charges du logement et des paiements effectués en remboursement de leurs prêts à la

Tableau 2 : Le relèvement du taux admissible a une incidence qui dépend à la fois des prêts hypothécaires et des prêts à la consommation

Pourcentage des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé qui n'auraient pas respecté les critères d'admissibilité de l'assurance hypothécaire à la suite du relèvement du taux d'intérêt admissible[a]

	Canada	Toronto	Vancouver	Calgary	Montréal	Ottawa-Gatineau	Halifax
Critères du coefficient d'amortissement total de la dette et du coefficient d'amortissement brut de la dette (charges du logement et prêts à la consommation)	31	49	43	44	26	29	23
Critère du coefficient d'amortissement brut de la dette (charges du logement)	14	33	26	22	12	12	6

a. Selon les données de la période allant du quatrième trimestre de 2015 au troisième trimestre de 2016, en supposant un taux admissible de 4,64 %.

Nota : On considère que le rapport prêt-valeur d'un prêt hypothécaire est élevé lorsqu'il est supérieur à 80 %. Les villes renvoient à la région métropolitaine de recensement correspondante.

Sources : ministère des Finances du Canada et calculs de la Banque du Canada

consommation. Le nouveau taux d'admissibilité servant à calculer les ratios du service de la dette aurait eu ses effets les plus marqués dans les villes où les prix des logements sont les plus élevés par rapport aux revenus, comme Vancouver, Toronto et Calgary. Ce résultat s'observe mieux lorsqu'on tient compte seulement du coefficient d'amortissement brut de la dette, qui permet d'évaluer la capacité financière uniquement par rapport aux charges du logement (deuxième ligne du **Tableau 2**). Dans des villes comme Montréal, Ottawa-Gatineau et Halifax, où les prix des logements ne sont pas si élevés, les prêts à la consommation, utilisés pour déterminer le coefficient d'amortissement total de la dette, jouent un rôle relativement plus important. Habituellement, le montant des prêts à la consommation est de loin inférieur à celui des prêts hypothécaires, mais comme ils peuvent s'accompagner de périodes d'amortissement beaucoup plus courtes ou de taux d'intérêt nettement plus élevés, il est possible qu'ils aient tout de même un effet considérable sur les ratios du service de la dette.

Pour remplir les critères des nouvelles règles, certains de ces emprunteurs auraient pu se tourner vers un logement moins cher, réduire leur dette non hypothécaire ou augmenter leur mise de fonds (possiblement au moyen d'un prêt hypothécaire cofinancé[11]). Ainsi, pour que les nouveaux critères soient respectés uniquement au moyen d'une diminution du montant de l'emprunt hypothécaire, le prêt hypothécaire moyen devrait être allégé de quelque 10 %. La presque totalité (95 %) des prêts hypothécaires touchés auraient été admissibles si le montant de l'emprunt avait été inférieur de 20 %.

Outre le relèvement du taux admissible servant à calculer les ratios du service de la dette, le resserrement des règles, qui rend plus difficile l'obtention d'une assurance de portefeuille et d'autres assurances sur prêts hypothécaires à faible rapport prêt-valeur, aura aussi une incidence sur l'accroissement de la dette des ménages. Par exemple, plus de 40 % des prêts hypothécaires couverts par une assurance de portefeuille qui ont été consentis récemment étaient amortis sur plus de 25 ans, et une large proportion d'entre eux étaient accordés dans le cadre d'un refinancement, deux situations qui les rendent non admissibles selon les nouvelles règles. Ainsi, le refinancement et les prêts assortis d'une longue période d'amortissement sont déjà devenus légèrement plus coûteux ou moins accessibles, étant donné que l'assurance hypothécaire ne s'applique plus à ces transactions.

11 Un prêt cofinancé permet à l'emprunteur de contracter un deuxième emprunt auprès d'un prêteur n'étant pas soumis à la réglementation fédérale, dans le but d'obtenir les fonds nécessaires au versement d'une mise de fonds pour souscrire le prêt hypothécaire de premier rang. Voir l'Encadré 2 de la livraison de juin 2015 de la *Revue*.

Les nouvelles mesures entraîneront une modification du comportement des prêteurs et des emprunteurs

Les sociétés de financement hypothécaire sont susceptibles d'être touchées davantage que les grandes banques par les changements de politiques. Pour servir leur clientèle traditionnelle, ces sociétés ont jusqu'ici eu fortement recours à l'assurance hypothécaire, y compris l'assurance de portefeuille, pour avoir accès aux programmes de titrisation bénéficiant de la garantie de l'État. Toutes choses égales par ailleurs, 43 % des prêts hypothécaires à rapport prêt-valeur élevé et au moins 59 % des prêts hypothécaires assurés au moyen d'une assurance de portefeuille consentis par ces sociétés au cours de la période de douze mois terminée en septembre 2016 n'auraient pas été admissibles à l'assurance hypothécaire en vertu des nouvelles règles. L'accès réduit à l'assurance hypothécaire pourrait obliger ces prêteurs à revoir leurs stratégies d'affaires[12].

Les emprunteurs touchés par l'une des nouvelles règles pourraient décider de se tourner vers les prêteurs soumis à une réglementation moins rigoureuse et offrant du financement à coût plus élevé, comme les sociétés de placement hypothécaire et les prêteurs hypothécaires privés. Comme ces prêteurs ne sont pas assujettis aux règles du BSIF et que, contrairement aux sociétés de financement hypothécaire, ils n'ont pas recours à l'assurance hypothécaire, ils ne sont pas contraints par la nouvelle réglementation. Les autorités devront porter une attention particulière à la montée des vulnérabilités que pourrait causer un recours accru à d'autres canaux de prêts[13].

Vulnérabilité 2 : les déséquilibres sur le marché du logement au Canada

À l'échelle nationale, les prix des logements ne cessent d'augmenter et atteignent actuellement, à peu de chose près, six fois le revenu moyen des ménages, soit le plus haut niveau jamais enregistré[14]. Les déterminants à la fois de l'offre et de la demande ont joué un rôle dans cette évolution (**Encadré 1**). Les données nationales en matière de logement masquent encore d'importantes disparités régionales. Les marchés du logement des régions du Grand Vancouver et du Grand Toronto sont soutenus par des facteurs fondamentaux robustes, mais des anticipations autoentretenues pourraient également contribuer aux hausses de prix. Un ralentissement s'est cependant amorcé sur le marché du logement de la région du Grand Vancouver ces derniers mois. Alors que les prix des logements enregistrent un léger repli dans les provinces productrices de pétrole en raison de la faiblesse de la demande, ailleurs au Canada, ils affichent une légère croissance.

Les déséquilibres sur certains marchés régionaux du logement accroissent la probabilité que des chocs économiques négatifs puissent faire chuter les prix et, éventuellement, soumettre à des tensions financières les ménages ainsi que les prêteurs et assureurs hypothécaires qui miseraient sur le patrimoine immobilier comme source de nantissement pour les prêts hypothécaires et les prêts à la consommation.

---

12 Les effets sur les sociétés de financement hypothécaire sont analysés plus en détail dans le rapport intitulé « La montée des sociétés de financement hypothécaire au Canada : avantages et vulnérabilités », qu'on trouve dans la présente livraison.

13 Il est question de la surveillance des prêteurs non traditionnels dans le rapport intitulé « La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride », qu'on trouve dans la présente livraison.

14 Moyenne mobile sur douze mois des prix du Service inter-agences divisée par le revenu disponible par ménage. Les premières données de cette série remontent à 1981.

L'incidence des nouvelles règles fédérales en matière de financement du logement ne transparaît pas encore dans les données sur le marché de l'habitation. Les données du premier semestre de 2017 devraient permettre de clarifier l'évolution des déséquilibres sur ce marché.

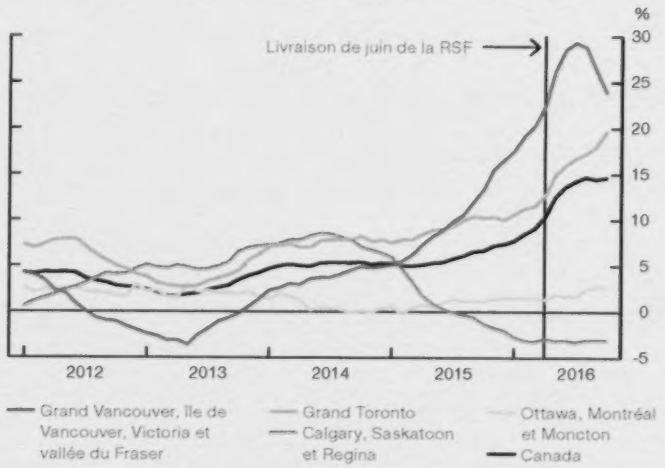
Les marchés régionaux du logement continuent d'afficher des tendances divergentes

Après s'être nettement accélérée durant la première moitié de l'année, la croissance des prix des logements au Canada s'est stabilisée, pour se fixer à environ 15 % (taux en glissement annuel rajusté en fonction de la qualité), en partie sous l'effet d'un ralentissement de la progression des prix en Colombie-Britannique (**Graphique 5**). À l'opposé, la croissance des prix s'est intensifiée dans la région du Grand Toronto, alimentée par d'importants flux migratoires et les contraintes d'offre que créent la géographie et les règlements en matière d'utilisation du sol, particulièrement dans le segment des maisons individuelles. Les mises en chantier d'appartements et de logements en copropriété demeurent supérieures à leurs moyennes historiques, et se situent à des niveaux conformes à la bonne tenue de l'activité des investisseurs, ceux-ci étant attirés par les loyers en hausse et l'accès à du financement à faible coût. La demande de logements dans la région du Grand Toronto ne cesse d'avoir des répercussions sur la demande en périphérie, et les prix augmentent fortement dans bon nombre des villes de la couronne.

Les pertes d'emploi ont pesé sur la demande dans les provinces productrices de pétrole. Les arriérés de paiement sur les prêts hypothécaires sont en hausse, mais à partir de niveaux bas, et les prix des logements continuent de reculer de façon modérée. Dans la plupart des autres régions du Canada, les marchés du logement sont stables et les prix augmentent globalement au même rythme que le taux d'inflation national.

Graphique 5 : **La croissance des prix des logements varie considérablement d'une région à l'autre**

Croissance en glissement annuel des prix rajustés en fonction de la qualité



Nota : Les courbes représentent les moyennes des prix rajustés en fonction de la qualité, pondérées selon la population des régions métropolitaines de recensement correspondantes définies par Statistique Canada. Le trait vertical indique les plus récentes données disponibles au moment de la parution de la *Revue du système financier* de juin, et non la date de publication de celle-ci.

Sources : Association canadienne de l'immeuble, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2016

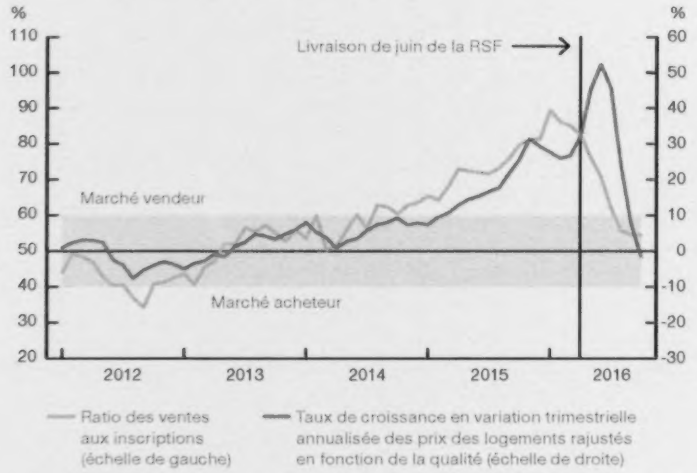
Après une phase d'envolée des prix, le marché du logement de Vancouver a commencé à ralentir

Les prix dans la région du Grand Vancouver ont grimpé et enregistrent une hausse de près de 25 % par rapport à leur niveau d'il y a un an. Ont contribué à cette augmentation la forte croissance de l'emploi et un accroissement modeste de l'offre, lequel est attribuable, en partie, à la géographie et à la réglementation en matière d'utilisation du sol. Les stocks de logements nouvellement construits et inoccupés restent au voisinage de leur creux des dix dernières années. Dans la livraison de juin de la *Revue*, il était mentionné que le rythme de croissance des prix ne pourrait être maintenu dans la région du Grand Vancouver et qu'il était peut-être soutenu par des anticipations qui s'autoalimentaient.

Depuis juin, un repli marqué de l'activité de revente a été observé, le recul des reventes ayant été particulièrement prononcé dans les quartiers les plus chers et dans le segment des maisons individuelles. Ces derniers mois, la croissance des prix des logements a beaucoup ralenti et ressort à -1,5 % en variation trimestrielle annualisée (**Graphique 6**).

Les droits de mutation immobilière imposés aux étrangers ont vraisemblablement contribué au repli des reventes, encore que plus de la moitié de la baisse se soit produite avant qu'ils soient instaurés en août. Il est trop tôt pour évaluer l'incidence de cette mesure, ou encore celle de la taxe sur les logements inoccupés, qui entrera en vigueur sous peu à Vancouver. Les données récentes du registre foncier indiquent que peu d'achats ont été réalisés par des étrangers, mais ce constat reflète en partie le fait que des acheteurs ont devancé la date d'enregistrement de leur acquisition pour éviter les nouveaux droits. Selon les résultats de l'enquête de la Banque du Canada sur les attentes des consommateurs, le pourcentage de ménages

Graphique 6 : **L'activité de revente s'est repliée et la croissance des prix a ralenti dans le Grand Vancouver**



Nota : Les deux séries sont désaisonnalisées. La zone ombrée indique un marché relativement équilibré entre acheteurs et vendeurs, d'après le ratio des ventes aux inscriptions. Le trait vertical indique les plus récentes données disponibles au moment de la parution de la *Revue du système financier* de juin, et non la date de publication de celle-ci.

Sources : Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2016

britanno-colombiens qui s'attendent à une baisse des prix des logements est passé de 7 % à 25 % entre le deuxième et le troisième trimestre, une hausse qui coïncide avec l'instauration des droits et la poursuite du ralentissement de l'activité sur le marché[15].

Des mesures visant l'arrivée de capitaux étrangers dans le marché immobilier ont été prises ailleurs dans le monde. Ainsi, l'imposition de droits similaires à Hong Kong, en 2012, avait été suivie d'une stabilisation des prix des logements. Les prix s'étaient mis à remonter ensuite, portés par l'accroissement de la demande globale et une offre limitée.

Vulnérabilité 3 : la fragilité de la liquidité des marchés de titres à revenu fixe

En présence de chocs négatifs, certains marchés de titres à revenu fixe dont la liquidité est susceptible de s'éroder rapidement pourraient entraver la réaffectation des titres et accentuer les variations de prix, et donc contribuer à amplifier ou propager ces chocs.

Depuis la parution de la livraison de juin de la *Revue*, aucune détérioration notable du fonctionnement des marchés de titres à revenu fixe n'a été relevée. Au cours de cette période, ces marchés ont été confrontés à deux grands événements porteurs de tensions : le référendum sur la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne et la présidentielle aux États-Unis. Or, la liquidité de marché est demeurée résiliente pendant ces deux événements marqués par d'importantes fluctuations des prix des obligations. Ce constat va dans le sens de ce qui a été observé lors d'autres événements porteurs de tensions survenus au cours des 18 derniers mois[16], lesquels ont été accompagnés, tout au plus, de brefs reculs de la liquidité de marché, sans qu'il y ait de perturbation généralisée et durable des marchés de titres à revenu fixe.

Cela dit, dans le cadre d'une enquête conduite par le Forum canadien des titres à revenu fixe, les participants au marché ont signalé une légère baisse de la liquidité de l'ensemble du marché depuis les deux dernières années; le recul a été particulièrement prononcé dans le segment des obligations de sociétés (**Encadré 2**). Ce contexte a amené certains investisseurs à revoir leurs pratiques de négociation et de placement sur les marchés de titres à revenu fixe.

La structure des marchés des titres à revenu fixe est en transition

Les réformes réglementaires visent à rendre le système financier plus sûr, notamment en réduisant les risques auxquels les courtiers s'exposent dans leur bilan[17]. En particulier, la réglementation en matière de fonds propres et de liquidité, ainsi que les réformes structurelles du secteur bancaire, fait monter, pour les courtiers, les coûts associés à la détention de stocks importants d'obligations de sociétés. Conjuguée à d'autres facteurs, notamment le changement technologique, la nouvelle réglementation est en train de modifier la manière dont sont menées les opérations sur obligations.

La négociation pour compte propre (dans laquelle les courtiers achètent et vendent des obligations en se servant temporairement de leur bilan pour répondre aux besoins des clients) diminue au profit de la négociation pour

15 L'élaboration de l'enquête est décrite dans l'article de M.-A. Gosselin et M. Khan (2015), « Une enquête sur les attentes des consommateurs pour le Canada », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 15-26.

16 Le krach boursier en Chine à l'été 2015 et l'épisode d'aversion au risque qui a touché les obligations des banques européennes et les obligations des provinces canadiennes au premier trimestre de 2016 en sont deux exemples.

17 Les principales banques du pays sont les plus importants négociants de titres à revenu fixe.

Encadré 2

Éclairage apporté par l'enquête du Forum canadien des titres à revenu fixe

Le Forum canadien des titres à revenu fixe est un comité sectoriel de haut niveau que la Banque du Canada a mis sur pied en 2015 afin de discuter de l'évolution de la structure et du fonctionnement du marché des titres à revenu fixe, des pratiques du marché, et également des enjeux connexes liés aux politiques publiques. De juin à août 2016, le Forum a mené une enquête sur les questions de liquidité, de transparence et d'accès touchant le marché canadien des titres à revenu fixe. L'enquête avait notamment pour but de déterminer comment le niveau et la résilience de la liquidité de marché avaient évolué au cours des deux années précédentes, et comment cette évolution avait modifié les méthodes de négociation, d'exécution des opérations et de gestion de portefeuille des investisseurs.

Ont pris part à l'enquête plus de 200 entreprises du monde entier représentant un large éventail d'acteurs des côtés acheteur et vendeur du marché ainsi qu'un groupe d'émetteurs canadiens actifs. L'enquête structure la démarche de collecte de données qualitatives complémentaires à l'analyse de la liquidité réalisée par la Banque, et les réponses qui y sont fournies constituent l'ensemble le plus complet de renseignements sur l'état actuel du marché canadien des titres à revenu fixe[1].

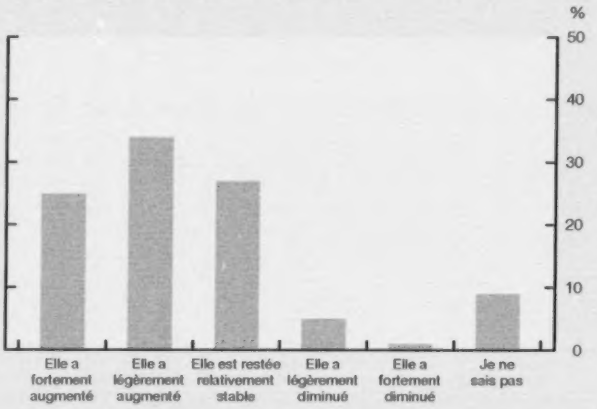
Dans la plupart des segments de marché, y compris ceux des obligations du gouvernement du Canada, des obligations hypothécaires du Canada et des obligations des provinces, la plupart des participants n'ont relevé que de légères baisses du niveau de liquidité. Les répondants font aussi état d'une disparité croissante entre les niveaux de liquidité : comparativement aux obligations négociées fréquemment, les obligations peu fréquemment négociées sont devenues encore moins liquides. La principale source de préoccupation des participants au marché était toutefois la liquidité sur le marché des obligations de sociétés : selon eux, la détérioration de la liquidité y était plus importante que sur tout autre marché de titres à revenu fixe au Canada. En outre, les participants au marché ont dit être toujours préoccupés par le niveau de la liquidité disponible en période de tensions sur le marché.

De nombreux répondants ont affirmé avoir modifié leurs activités de gestion de portefeuille en conséquence, notamment en détenant en plus grand nombre des titres émis plus récemment et en allongeant l'horizon de leurs placements en actifs moins liquides. Ils sont aussi en train de modifier leurs stratégies d'exécution en réduisant la fréquence des transactions, en allouant plus de temps à leur exécution et en subdivisant les ordres de grande ampleur en plusieurs opérations de moindre envergure. Certains participants au marché les plus actifs du côté acheteur profitent également des avantages offerts par le nouveau contexte en fournissant de la liquidité (ils se posent en preneur ou en vendeur des obligations que d'autres souhaitent vivement vendre ou acheter), lorsqu'ils peuvent tirer un rendement intéressant de cette stratégie.

Les participants à l'enquête ont également accru la part des opérations sur obligations de sociétés qu'ils effectuent pour le compte de tiers (Graphique 2-A). Les opérations pour compte propre représentent cependant encore le gros de ces opérations. Près de 70 % des répondants ont indiqué que même s'ils ont apporté des changements à leurs activités de gestion de portefeuille, il leur est arrivé de ne pas avoir pu exécuter, dans le délai prévu, une opération sur obligations de sociétés libellée en dollars canadiens, au moins une fois au cours des deux dernières années. Selon les répondants, une telle situation était aussi de plus en plus fréquente.

Graphique 2-A : La proportion d'obligations de sociétés négociées pour le compte de tiers a augmenté au cours des deux dernières années

Question : « Ces deux dernières années, comment a évolué la proportion d'obligations de sociétés que vous négociez pour le compte de tiers? »



Nota : Les résultats affichés sont fondés sur les réponses à l'enquête menée par le Forum canadien des titres à revenu fixe de juin à août 2016.
Source : Forum canadien des titres à revenu fixe

1 Les résultats complets de l'enquête peuvent être consultés dans le site du Forum canadien des titres à revenu fixe : Résultats de l'enquête du Forum canadien des titres à revenu fixe sur les questions de liquidité, de transparence et d'accès touchant le marché canadien de titres à revenu fixe (octobre 2016).

le compte de tiers (dans laquelle les courtiers apparient directement les vendeurs et les acheteurs, sans acquérir d'obligations dans l'intervalle). Cette transition est particulièrement marquée sur le marché des obligations de sociétés.

Dans le même temps, le rôle joué par les gestionnaires d'actifs sur les marchés de titres à revenu fixe gagne en importance. À titre d'exemple, certains courtiers commencent à mettre à profit leurs liens avec les gestionnaires de fonds à revenu fixe négociés en bourse pour s'approvisionner en titres et, de manière générale, bénéficier d'une marge de manœuvre accrue dans la gestion de leurs stocks. Or, si les gestionnaires de ces fonds et d'autres gestionnaires d'actifs se trouvaient dans l'obligation de vendre d'importantes quantités d'actifs à revenu fixe pour répondre aux demandes de rachat, il pourrait en résulter des tensions sur la liquidité de marché[18].

Les changements évoqués dans cette partie modifient en profondeur les activités de négociation sur le marché des titres à revenu fixe. Bien que ce marché ait réussi à résister à certains chocs récents, il est difficile d'évaluer jusqu'à quel point sa structure, en évolution, pourra bien résister à des chocs imprévisibles aux effets persistants.

Principaux risques

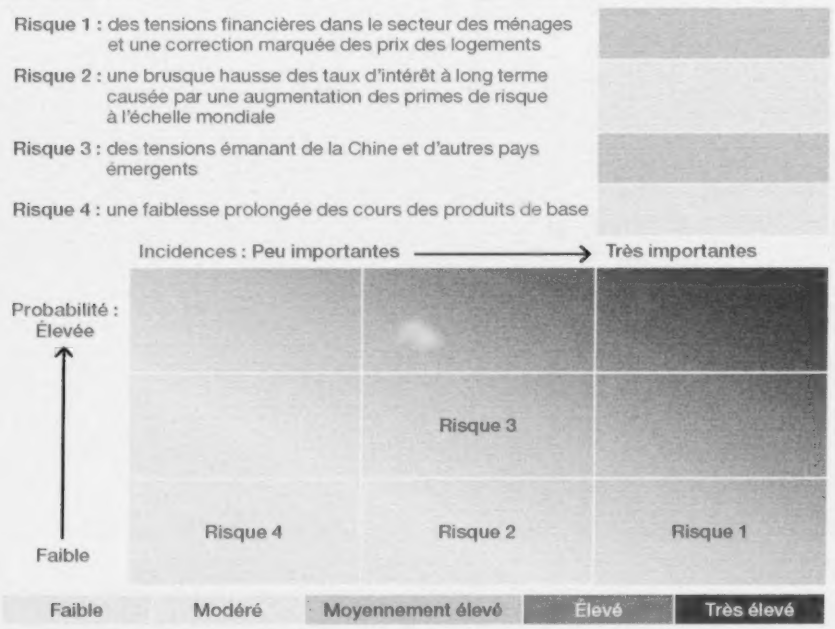
La présente section traite des scénarios de risque dans lesquels les vulnérabilités du système financier canadien agissent comme vecteurs de transmission et d'amplification des effets d'événements déclencheurs (ou chocs), et entraînent de ce fait des conséquences indésirables pour ce système et l'économie du pays. Le but n'est pas tant de rendre compte de tous les scénarios défavorables possibles que de mettre en lumière les risques les plus importants. La *Revue* met en évidence des risques à la baisse qui sont en général des événements à faible probabilité pouvant avoir, s'ils se produisent, des incidences négatives importantes sur le système financier et l'économie. L'analyse de chacun des risques renferme une évaluation globale du niveau de risque fondée sur l'estimation que fait le Conseil de direction de la Banque de la probabilité de matérialisation du risque et du degré de gravité anticipé des conséquences de cette matérialisation pour le système financier canadien (**Tableau 3**). Les niveaux sont demeurés les mêmes que dans la livraison de juin 2016 de la *Revue*, exception faite du **Risque 4**, qui est passé de « modéré » à « faible ».

Risque 1 : des tensions financières dans le secteur des ménages et une correction marquée des prix des logements

Dans le scénario du **Risque 1**, une hausse marquée et durable du chômage à l'échelle du pays soumet bon nombre de ménages fortement endettés à des tensions financières, ce qui entraîne une réduction notable des dépenses de consommation et une correction des prix des logements. La baisse des prix des logements est vraisemblablement plus prononcée dans les régions où ils ont nettement augmenté, notamment le Grand Vancouver et le Grand Toronto. Les défauts de paiement et la baisse de la valeur des garanties qui en résultent exercent des tensions sur les prêteurs et les assureurs hypothécaires. Ces tensions font diminuer l'offre de crédit et augmenter les coûts d'emprunt, ce qui amplifie les effets de rétroaction défavorables sur le plan macroéconomique.

18 Le Conseil de stabilité financière étudie actuellement les vulnérabilités auxquelles les activités de gestion d'actifs peuvent exposer le système financier. Il a récemment publié des recommandations à ce sujet : *Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (en anglais seulement), 22 juin 2016.

Tableau 3 : **Principaux risques menaçant la stabilité du système financier canadien**



Globalement, le risque de tensions financières dans le secteur des ménages à l'échelle nationale et d'une correction marquée des prix des logements partout au pays est toujours jugé « moyennement élevé ». Une faible probabilité lui est associée, mais les incidences possibles de sa matérialisation seraient très importantes.

Depuis la parution de la *Revue* de juin, la probabilité que ce risque se matérialise a légèrement augmenté en raison d'un affaiblissement des facteurs fondamentaux de l'économie. Les vulnérabilités des ménages se sont également accentuées, de sorte que ce risque aurait dorénavant des incidences plus importantes s'il devait se matérialiser.

Les mesures prises récemment par les pouvoirs publics viendront toutefois freiner la croissance du nombre de ménages fortement endettés, et donc atténuer les incidences potentielles de ce risque au fil du temps. Les nouveaux emprunts qui entraînent la création de ménages fortement endettés ne disparaîtront pas, mais ils seront grandement limités. Il faudra tout de même un certain temps avant que le nombre de ces ménages diminue de façon substantielle. Ces mesures devraient aussi modérer le renchérissement des logements.

Il convient de mentionner un risque connexe, mais différent, soit la possibilité que, dans les cas où les prix sont actuellement soutenus par des anticipations qui s'autoalimentent, les mesures elles-mêmes provoquent une chute des prix. Comme il en a été question dans la livraison de juin de la *Revue*, des anticipations qui s'autoalimentent rendent peut-être les prix observés à Vancouver et à Toronto plus sensibles à un choc défavorable sur la demande de logements. Or, les conséquences d'une baisse des prix des logements sur ces marchés seraient beaucoup moins importantes pour le système financier et l'économie si cette baisse ne s'accompagnait pas de la hausse marquée et durable du chômage dans l'ensemble du pays associée au Risque 1.

Risque 2 : une brusque hausse des taux d'intérêt à long terme causée par une augmentation des primes de risque à l'échelle mondiale

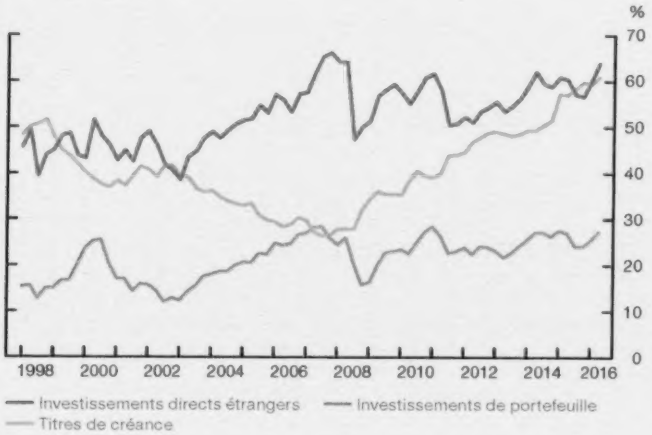
Le **Risque 2** continue d'être jugé « modéré », mais les incidences que pourrait avoir sa matérialisation se sont accentuées légèrement. Ce risque pourrait se matérialiser notamment sous l'effet d'une réévaluation du risque de crédit par suite d'une détérioration de la conjoncture économique, et d'une surréaction des marchés à un changement de politique monétaire inattendu apporté par la banque centrale d'une grande économie avancée.

Une augmentation importante et durable des primes de risque à l'échelle mondiale et la hausse des taux d'intérêt qui en résulterait se traduiraient par un durcissement des conditions financières, un effritement de la confiance, un ralentissement de la croissance et un alourdissement du service des dettes, tant au Canada qu'à l'étranger. Depuis la crise financière mondiale de 2007-2009, les actifs et les passifs extérieurs du Canada ont crû rapidement. En ce qui concerne les passifs, la hausse est principalement attribuable à l'acquisition de titres de créance canadiens par des acheteurs étrangers (**Graphique 7**). Il existe un risque que ces entrées d'investissements de portefeuille étranger, qui ont exercé une pression à la baisse sur les coûts d'emprunt des Canadiens, s'inversent et exacerbent ainsi l'augmentation des primes de risque. Le coût d'une telle réévaluation du risque serait encore plus élevé s'il s'avérait que la liquidité du marché des titres à revenu fixe est fragile.

Depuis le début de novembre, les rendements obligataires ont remonté rapidement à l'échelle mondiale, les taux canadiens et américains des obligations à dix ans ayant progressé d'environ 40 et 50 points de base respectivement. La hausse, qui s'est opérée de manière ordonnée, reflète principalement les anticipations de croissance, d'inflation et de taux directeurs plus élevés aux États-Unis au cours des prochaines années. Les primes de terme se sont accrues mais demeurent basses, et les écarts de crédit sont restés relativement inchangés en Amérique du Nord.

Graphique 7 : **Les passifs extérieurs sont de plus en plus constitués de titres de créance**

Valeur marchande des passifs extérieurs en pourcentage du PIB aux prix du marché, données trimestrielles



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2016T2

Les banques centrales d'Europe et du Japon continuent d'exercer une pression à la baisse sur les primes de terme à l'échelle mondiale en ayant recours à des mesures d'assouplissement quantitatif, et atténuent de ce fait la probabilité d'une brusque hausse des primes de risque à court terme. Il demeure néanmoins que le bas niveau des taux d'intérêt alimente la quête de rendement des participants au marché, ce qui contribue au maintien d'évaluations élevées sur certains marchés d'actifs, et donc accentue les incidences possibles d'une éventuelle matérialisation de ce risque.

Risque 3 : des tensions émanant de la Chine et d'autres pays émergents

Dans le scénario du **Risque 3**, le système financier canadien pourrait être exposé à des tensions émanant de la Chine et d'autres pays émergents. Une dépréciation désordonnée de la monnaie de pays émergents, par exemple, pourrait mener à des défauts de paiement sur les titres de créance d'États souverains ou de sociétés libellés en dollars américains, ce qui pèserait sur la croissance économique et les échanges mondiaux. Si les prix des produits de base devaient diminuer davantage en conséquence, il pourrait s'ensuivre une volatilité marquée sur l'ensemble des marchés financiers, ce qui aurait des répercussions sur l'économie et le système financier du Canada. Ce risque est toujours jugé « moyennement élevé ».

La transformation structurelle de l'économie et du système financier de la Chine continue de susciter une incertitude considérable. La croissance économique y poursuit son lent ralentissement et se rapproche d'un rythme plus soutenable, mais l'activité demeure stimulée par un recours important et croissant au levier financier. L'endettement élevé est une source de vulnérabilité, notamment si la croissance devait ralentir plus rapidement que prévu ou si les taux d'intérêt devaient remonter abruptement. En particulier, le fort levier financier des sociétés chinoises, surtout dans les branches d'activité non concurrentielles comme celles de l'acier et du charbon, pourrait venir compliquer la transformation de l'économie et du secteur financier du pays. Par ailleurs, la nature des systèmes bancaires classique et parallèle et les liens qui les unissent sont de plus en plus complexes et opaques, ce qui augmente le risque de crédit sous-jacent.

La vigueur retrouvée du dollar américain pourrait poser problème dans les pays émergents. Cet aplomb pourrait entraîner des tensions pour les entreprises qui se sont lourdement endettées en ayant recours à des titres de créance émis en dollars américains sans couverture ou causer des sorties de capitaux désordonnées dans ces pays. Des éléments indiquent toutefois que les sociétés ont commencé à réduire leur exposition au risque de change[19].

Risque 4 : une faiblesse prolongée des cours des produits de base

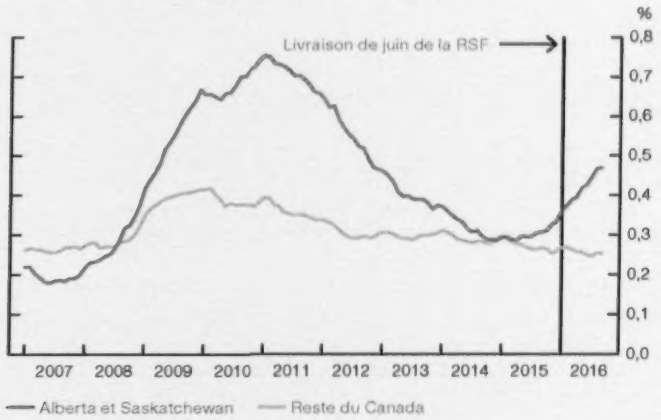
Pour le système financier, le risque associé à une faiblesse prolongée des cours des produits de base (**Risque 4**) est passé de « modéré » à « faible ». Les pertes découlant des expositions directes des banques canadiennes aux entreprises du secteur des produits de base et des branches d'activité connexes ont généralement évolué conformément aux attentes. Les prix des produits de base se sont stabilisés, à de bas niveaux cependant, et les branches les plus touchées ont déjà pris de vastes mesures pour s'adapter. En fait, bon nombre d'entreprises estiment que l'activité liée aux ressources serait sur le point de toucher le fond[20].

19 Fonds monétaire international (2016), *Global Financial Stability Report: Fostering Stability in a Low-Growth, Low-Rate Era*, chapitre 1, p. 30, graphique 6, octobre.

20 Les anticipations des entreprises sont analysées dans le document *Enquête sur les perspectives des entreprises* de la Banque du Canada (automne 2016).

Graphique 8 : Les arriérés de paiement sur les prêts hypothécaires ont augmenté dans les provinces productrices de pétrole

Part des prêts hypothécaires à l'habitation en souffrance



Nota : Le trait vertical indique les plus récentes données disponibles au moment de la parution de la *Revue du système financier* de juin, et non la date de publication de celle-ci.

Sources : Association des banquiers canadiens et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2016

À l'inverse, les effets financiers néfastes sur les ménages continuent de s'accentuer. Le taux de chômage a fait un bond marqué en Alberta, en Saskatchewan et à Terre-Neuve-et-Labrador; il a doublé en Alberta, passant de 4,4 % en octobre 2014 à 9 % en novembre 2016. Les indemnités de départ, l'assurance-emploi et l'épargne pourraient avoir atténué et retardé les incidences sur les ménages touchés. En conséquence, les taux d'arriérés sur les prêts à la consommation et le crédit hypothécaire, très faibles jusque-là, ont augmenté lentement (**Graphique 8**). Les taux d'arriérés devraient poursuivre leur hausse au cours des prochains mois, sans toutefois menacer les niveaux de fonds propres des banques canadiennes.

Les retombées négatives sur le reste de l'économie canadienne ont été limitées, et globalement, les institutions financières ont subi des conséquences gérables et somme toute conformes aux attentes.

Protéger le système financier

Le **Tableau 4** résume les progrès que les autorités canadiennes ont accomplis depuis la parution de la *Revue* de décembre 2015 au chapitre de la mise en place de politiques destinées à renforcer la résilience du système financier. Les réformes visant à remédier aux faiblesses décelées durant la crise financière mondiale de 2007-2009 sont maintenant bien avancées. Les autorités s'emploient à évaluer les effets des réformes, y compris des conséquences non souhaitées qui pourraient en découler, et à réduire les vulnérabilités cernées depuis la crise financière.

On constate que le programme de réforme de la réglementation et de la surveillance adopté par le G20 après la crise accroît la résilience du système financier à l'échelle du globe, notamment au sein du secteur bancaire. Le BSIF a mis en œuvre l'ensemble des modifications initiales de Bâle III en 2013, soit avant l'échéance prévue, ce qui aide à réduire la probabilité de

Tableau 4 : Progrès accomplis par le Canada dans la mise en œuvre des réformes réglementaires en 2016

Améliorer la résilience des institutions financières	
Réglementation en matière de fonds propres fondée sur le risque[a]	Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a mis à jour le cadre de capital réglementaire pour exposer comment seront mis en œuvre en 2017 le régime de volant contracyclique et les règles sur les placements en actions dans des fonds établies par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. Le BSIF a publié la version définitive du *Test de suffisance du capital des sociétés d'assurance-vie*, une ligne directrice à l'intention des sociétés d'assurance-vie fédérales.
Normes de liquidité	Le BSIF a commencé à tenir des consultations sur les lignes directrices nationales concernant le ratio de liquidité à long terme. Le ratio sera mis en œuvre en 2018, conformément au calendrier international.
Régler le problème des institutions « trop importantes pour faire faillite » : redressement et résolution	
Banques	Conformément aux conseils et aux commentaires fournis par le BSIF, les banques d'importance systémique nationales et plusieurs petites banques ont présenté la plus récente version de leurs plans de redressement. Conseillées par la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC), les banques d'importance systémique nationales ont aussi présenté les premiers plans de résolution qu'elles ont elles-mêmes rédigés, lesquels seront évalués par la SADC. Cette dernière a également poursuivi ses travaux sur les plans de résolution des institutions membres de taille moyenne et réalisé un exercice de simulation de résolution avec des partenaires fédéraux du filet de sécurité. En juin 2016, le cadre législatif du régime de recapitalisation interne des banques a reçu la sanction royale, de concert avec les améliorations d'accompagnement apportées à la trousse d'outils du Canada en matière de résolution bancaire. Des règlements et des lignes directrices énonçant d'autres caractéristiques du régime suivront.
Sociétés d'assurance	Deux des trois grandes sociétés d'assurance ont présenté des plans de redressement actualisés au BSIF. La troisième devrait remettre son premier plan au deuxième semestre de 2017.
Infrastructures de marchés financiers (IMF)	En juin 2016, la Banque a publié des indications sur les plans de redressement des IMF. Celles-ci devraient présenter une première version de leurs plans avant la fin de décembre 2016. La Banque et d'autres autorités fédérales compétentes sont également en train d'examiner un régime canadien de résolution des IMF désignées.
Renforcer la sûreté des marchés des dérivés	
Compensation par des contreparties centrales	En février 2016, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont adopté les Principes pour les infrastructures de marchés financiers publiés par le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et l'Organisation internationale des commissions de valeurs. La plupart des dispositions ont pris effet en février 2016, et les autres entreront en vigueur à la fin de décembre 2016.
Achèvement de la réforme des marchés des dérivés	Voir le rapport intitulé « La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : vers des marchés plus résilients », dans la présente livraison.
Renforcer la surveillance et la réglementation du secteur bancaire parallèle	
Évaluation et réduction des risques émanant du secteur bancaire parallèle	Les autorités canadiennes continuent de surveiller les vulnérabilités associées aux entités du secteur bancaire parallèle. Voir le rapport intitulé « La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride », dans la présente livraison.
Autres initiatives mises en œuvre au Canada pour accroître la stabilité financière	
Atténuation des vulnérabilités des ménages	Voir « Récentes modifications aux politiques touchant le secteur canadien du logement », dans la présente livraison.
Risques posés par les technologies financières	En octobre 2016, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a annoncé la création de LaunchPad, une équipe mise sur pied pour conseiller les entreprises offrant des produits liés aux technologies financières et veiller à ce que la réglementation des valeurs mobilières reste en phase avec l'innovation. En juin 2016, l'Autorité des marchés financiers (AMF) du Québec a créé un groupe de travail sur les technologies financières composé d'experts de l'AMF, dont le mandat consiste à analyser les innovations technologiques dans le secteur financier et à anticiper les enjeux en matière de réglementation. En mai 2016, le Bureau de la concurrence du Canada a entrepris une étude en vue d'analyser les répercussions des technologies financières sur la concurrence et de déterminer si une réforme réglementaire s'impose. Les autorités fédérales et provinciales continuent de se réunir régulièrement pour discuter des enjeux relatifs aux technologies financières et poursuivent leurs travaux en collaboration.
Risque systémique dans les marchés de capitaux	En mai 2016, le ministère des Finances du Canada a publié une ébauche révisée de la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* aux fins de consultation. Ce projet de loi porte sur la collecte de données nationales, le risque systémique lié aux marchés de capitaux et l'application du droit criminel. L'Autorité de réglementation des marchés des capitaux devrait commencer à exercer ses activités en 2018.
Accroissement de la transparence des opérations sur titres à revenu fixe	En juillet 2016, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières a commencé à publier des données concernant les opérations réalisées sur certaines obligations de sociétés. Il prévoit élargir cette pratique à toutes les obligations de sociétés en 2017, ce qui accroîtra la transparence, car les investisseurs disposeront alors d'informations plus précises pour prendre des décisions.

a. Voir aussi la section intitulée « Récentes modifications aux politiques touchant le secteur canadien du logement » pour une analyse des changements importants qui concernent le marché du logement.

contagion au pays et à l'étranger[21]. Au Canada et dans de nombreux autres pays, le secteur bancaire a accru son niveau de capitalisation, il détient davantage de liquidités, peut compter sur un financement plus stable et est soumis à une surveillance plus efficace[22]. Les autorités canadiennes appuient les efforts déployés pour achever la mise au point des réformes d'après-crise du Comité de Bâle sans relever de façon notable les exigences internationales de fonds propres des banques. Lorsque la version définitive de ces règles aura été établie, les autorités devront continuer de faire le suivi des incidences et se tenir prêtes à apporter des ajustements si des conséquences non désirées devaient se manifester.

La mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés proposées par le G20 est également bien avancée et a procuré d'importants avantages tels qu'une transparence accrue et une meilleure gestion du risque de contrepartie. Ces réformes sont analysées du point de vue canadien dans le rapport intitulé « La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : vers des marchés plus résilients », dans la présente livraison.

Dans son rapport annuel sur la mise en œuvre des réformes réglementaires et leurs effets, le Conseil de stabilité financière (CSF) a attiré l'attention sur la liquidité du marché financier (**Vulnérabilité 3**), l'intégration financière transfrontalière et la résilience des contreparties centrales[23]. Le CSF élabore actuellement un cadre d'évaluation des politiques après leur mise en œuvre dans le but de jauger les effets des réformes, démarche que le Canada accueille favorablement. Le prochain rapport, qui sera présenté au G20 vers le milieu de 2017, comprendra notamment un examen exhaustif des réformes touchant les marchés des dérivés. Les autorités canadiennes continueront de surveiller les effets des réformes pendant et après leur mise en œuvre.

Renforcer la cybersécurité

Les systèmes informatiques des institutions financières sont de plus en plus complexes et interconnectés. Compte tenu de cette réalité, il existe un risque qu'une cyberattaque empêche les participants au système financier d'effectuer des transactions pendant une période prolongée, ce qui aurait des conséquences négatives sur la stabilité financière. Il est donc crucial que les institutions aient une excellente compréhension des cybermenaces auxquelles elles sont exposées — qu'elles aient conscience de leur situation — afin de pouvoir prévenir les cyberincidents, d'intervenir en cas d'attaque et de reprendre les activités à la suite d'un tel incident.

La collaboration et le leadership doivent provenir non seulement des gouvernements et d'entreprises du secteur financier, mais aussi des entreprises non financières dont ce dernier dépend. On pense par exemple aux prestataires de services informatiques, aux sociétés de télécommunications, aux fournisseurs d'électricité et aux organismes gouvernementaux dont les responsabilités sont liées à ces activités. Le secteur financier doit être en mesure de cerner les vulnérabilités potentielles dans ces domaines.

---

21 É. Chouinard et G. Paulin (2014), « La mise en œuvre de Bâle III : vers un secteur bancaire plus sûr », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 61-68.

22 P. Palhau Mora et M. Januska (2016), *On the Nexus of Monetary Policy and Financial Stability: Is the Financial System More Resilient?*, document d'analyse du personnel n° 2016-12, Banque du Canada, mai.

23 Conseil de stabilité financière (2016), *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms*, deuxième rapport annuel, 31 août.

Le Conseil canadien de gouvernance en matière de cybersécurité des services financiers offre un forum au sein duquel les institutions financières et les fournisseurs d'infrastructure de premier plan au pays ont l'occasion de collaborer à la résolution des problèmes liés à la cyberrésilience du secteur financier. Les principaux aspects abordés dans le plan de travail du Conseil sont les suivants : élaboration de positions communes sur le risque systémique et de mesures à prendre à cet égard, identification des risques émanant des fournisseurs de technologies et consultation de sociétés de télécommunications et d'autorités publiques pertinentes afin de discuter des façons de prévenir la propagation de cyberincidents par les réseaux de télécommunications.

Sécurité publique Canada est le ministère fédéral responsable de la coordination de la Stratégie de cybersécurité du Canada. À ce titre, il est chargé de trouver une solution au défi de taille que constitue l'établissement d'une collaboration entre les acteurs sectoriels et les gouvernements fédéral et provinciaux. Il est primordial que les gouvernements continuent de collaborer avec les acteurs sectoriels et prennent des mesures en temps opportun dans le but d'accroître la capacité des parties prenantes à agir à l'égard des préoccupations en matière de cybersécurité.

À l'échelle internationale, la Banque du Canada, le ministère des Finances du Canada et le BSIF collaborent avec leurs homologues du G7 dans le but de définir des mesures pour contrer les cybermenaces[24]. Le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché et l'Organisation internationale des commissions des valeurs ont aussi publié un document d'orientation sur la cyberrésilience des infrastructures de marchés financiers.

24 Voir *Groupe des sept – Éléments fondamentaux pour la cybersécurité du secteur financier.*

Rapports

La section « Rapports » présente les travaux réalisés par des spécialistes de la Banque du Canada sur certaines politiques touchant le secteur financier et sur des aspects particuliers de la structure et du fonctionnement du système financier. Ils ont été préparés avec l'ambition de promouvoir un débat public éclairé sur toutes les facettes du système financier.

Introduction

La présente livraison de la *Revue du système financier* contient trois rapports.

Dans **La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride**, Bo Young Chang, Michael Januska, Gitanjali Kumar et André Usche montrent que l'activité de prêt se déroulant en dehors du système bancaire classique offre des avantages pour l'économie, mais doit toutefois faire l'objet d'une surveillance soutenue, car elle peut être source de vulnérabilités dans le secteur financier. Les auteurs expliquent comment la Banque définit et mesure le secteur bancaire parallèle, et en évalue les vulnérabilités suivant une approche qui lui permet d'examiner à la fois les marchés et les entités de ce secteur.

Don Coletti, Marc-André Gosselin et Cameron MacDonald étudient, dans **La montée des sociétés de financement hypothécaire au Canada : avantages et vulnérabilités**, l'importance accrue des sociétés de financement hypothécaire sur le marché hypothécaire canadien. Ils analysent les modèles d'affaires de ces sociétés, et décrivent la relation qu'elles entretiennent avec les courtiers hypothécaires et les banques, et les avantages qu'elles procurent aux emprunteurs canadiens. Enfin, ils évaluent comment les sociétés de financement hypothécaire influent sur les vulnérabilités du système financier.

Dans **La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : vers des marchés plus résilients**, Michael Mueller et André Usche montrent que la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés au Canada progresse bien et qu'elle a atténué les vulnérabilités. Toutefois, les changements qu'elle entraîne dans la structure des marchés ont des effets positifs et négatifs, qui doivent faire l'objet d'un suivi attentif de la part des autorités.

La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride

Bo Young Chang, Michael Januska, Gitanjali Kumar et André Usche

- Au Canada, le secteur bancaire parallèle offre par rapport aux banques une autre solution pour l'intermédiation du crédit dans l'économie. Cela dit, comme il n'est pas assujetti à la réglementation prudentielle, ce secteur peut aussi accroître les vulnérabilités du système financier.
- Dans le cadre de sa surveillance des menaces qui pèsent sur la stabilité du système financier canadien, la Banque du Canada procède régulièrement à l'évaluation des vulnérabilités potentielles émanant du secteur bancaire parallèle. À l'heure actuelle, la Banque a une approche hybride qui tient compte à la fois des marchés et des entités, ce qui lui permet de réaliser un examen élargi et de prendre en considération des composantes qui s'ajoutent au secteur au fil de son évolution.
- À la lumière des données disponibles, nous jugeons que le secteur bancaire parallèle n'est pas actuellement une source importante de vulnérabilités pour le système financier canadien, en bonne partie en raison du faible degré d'asymétrie en matière de liquidité et d'échéances ainsi que du faible levier financier dans la plupart des segments du secteur. Par ailleurs, le risque de tensions systémiques est en ce moment limité du fait de la taille relativement petite des divers sous-secteurs.
- Il subsiste toutefois des lacunes importantes sur le plan des données et des connaissances et, vu la nature dynamique du secteur bancaire parallèle, ces lacunes persisteront vraisemblablement. La Banque continue de travailler avec les autorités nationales et internationales pour combler ce manque d'information, dans la mesure du possible.

Introduction

On désigne communément par le terme « secteur bancaire parallèle » les activités d'intermédiation du crédit prenant place, du moins en partie, en dehors du système bancaire classique[1]. Ce secteur offre diverses sources de financement aux agents économiques, il facilite la répartition des

1 Dans le présent article, le terme « système bancaire classique » s'entend des institutions de dépôt assujetties à la réglementation prudentielle. Pour désigner le secteur bancaire parallèle, on parle parfois aussi de financement de marché ou d'intermédiation du crédit hors du circuit bancaire. Le qualificatif « parallèle » n'est pas connoté péjorativement et son usage est conforme à la terminologie retenue dans les communications du Conseil de stabilité financière et du G20.

risques entre les participants au secteur financier, et il peut également être une source d'innovation financière. Ces éléments contribuent à améliorer l'efficacité et la résilience du système financier.

La crise financière mondiale de 2007-2009 a toutefois montré que la stabilité financière peut être menacée par des vulnérabilités émanant du secteur bancaire parallèle, surtout lorsque celles-ci sont laissées sans entrave[2]. Comme dans le secteur bancaire, les vulnérabilités découlant de la transformation des échéances et de la liquidité qui accompagne l'intermédiation du crédit et qui est souvent conjuguée au levier financier font monter le risque de retraits massifs dans le secteur bancaire parallèle. Or, les établissements du secteur bancaire parallèle ne sont pas soumis au même degré de réglementation et de surveillance prudentielles que les banques. Par ailleurs, l'interdépendance du système bancaire classique et du secteur bancaire parallèle, bien que bénéfique, peut être un facteur de propagation des chocs négatifs dans le système financier à plus grande échelle. C'est pour ces raisons que, dans le cadre de la surveillance des menaces qui pèsent sur la stabilité du système financier, la Banque du Canada procède régulièrement à l'évaluation des vulnérabilités potentielles du secteur bancaire parallèle. Voir Chapman, Lavoie et Schembri (2011) et Gravelle, Grieder et Lavoie (2013) pour un portrait des activités de surveillance du secteur bancaire parallèle réalisées par la Banque[3].

Le secteur bancaire parallèle évolue constamment sous l'effet de différents facteurs, dont les changements d'ordre réglementaire et l'innovation financière. Le resserrement de la réglementation bancaire, par exemple, peut provoquer une migration des activités du système bancaire classique vers le secteur bancaire parallèle. À l'opposé, un élargissement de la portée de la réglementation peut faire en sorte que certaines composantes du système financier qui étaient auparavant perçues comme des segments du secteur bancaire parallèle relèvent dorénavant de la réglementation. L'innovation financière, notamment l'avènement d'un nouveau produit ou d'une nouvelle technologie, peut modifier les modèles d'affaires établis, intensifier la concurrence et améliorer les modes de prestation des services financiers. Les activités de surveillance de la Banque doivent suivre l'évolution des modèles d'affaires et du comportement des participants au secteur financier.

La surveillance du secteur bancaire parallèle comprend à la fois l'estimation de la taille du secteur et l'évaluation des vulnérabilités et risques potentiels qui lui sont associés. Cette estimation nous permet de cerner l'importance relative du secteur bancaire parallèle et son évolution. Selon notre appréciation, au Canada, le secteur bancaire parallèle est à peu près deux fois moins important que le secteur bancaire classique. Toutefois, comme les segments du secteur bancaire parallèle ont des caractéristiques variées, la taille n'offre pas à elle seule un portrait complet, et c'est pourquoi nous évaluons également les vulnérabilités potentielles de chaque segment. Cela dit, les données actuellement disponibles ont un grand nombre de lacunes : par exemple, il existe peu de renseignements sur les liens entre le secteur bancaire parallèle et les autres composantes du système financier. À la lumière de l'information que nous avons, nous sommes d'avis que le secteur bancaire parallèle canadien n'est pas pour l'instant une source importante

2 On entend par vulnérabilités les conditions préexistantes susceptibles d'amplifier les chocs négatifs ou de les propager à l'ensemble du système financier et, ce faisant, d'accroître le risque systémique.

3 La Banque avait défini le secteur bancaire parallèle en mettant surtout en avant les activités d'intermédiation de nature bancaire menées principalement sur les marchés.

de vulnérabilités : les segments n'affichent pas un fort degré d'asymétrie en matière de liquidité et d'échéances ni un levier financier élevé, et sont pour la plupart relativement petits par rapport au système financier canadien.

Dans ce rapport, nous décrivons la façon dont la Banque du Canada définit et mesure actuellement le secteur bancaire parallèle et faisons une brève évaluation de l'état présent des vulnérabilités dans différents sous-secteurs.

Le secteur bancaire parallèle au Canada

Définition plus précise

Le secteur financier est dynamique; de ce fait, l'étendue du secteur bancaire parallèle change au fil du temps. Pour repérer les composantes du secteur financier qui appartiennent au secteur bancaire parallèle, il convient d'adopter une définition qui soit à la fois complète et malléable. Cette définition nous permet de cerner les activités d'intermédiation qui s'apparentent à celles des banques, mais qui ne sont pas soumises à la réglementation et à la surveillance prudentielles rigoureuses complètes auxquelles les banques sont normalement assujetties.

D'après la définition adoptée par la Banque du Canada, le secteur bancaire parallèle englobe les **entités et marchés** :

- qui interviennent dans une **chaîne d'intermédiation du crédit**;
- au sein desquels a lieu un important degré **de transformation des échéances ou de la liquidité**;
- qui se situent, du moins en partie, **hors du champ de la réglementation prudentielle**.

Une chaîne d'intermédiation du crédit existe lorsque du crédit est octroyé alors qu'existent au moins deux liens entre l'émetteur et le détenteur final d'un titre ou d'une créance. La transformation des échéances désigne le financement d'actifs à long terme à l'aide de fonds à court terme, et la transformation de la liquidité renvoie au financement d'actifs illiquides au moyen d'instruments liquides. Soulignons également que, si un certain degré de levier financier inscrit au bilan peut figurer parmi les caractéristiques du secteur bancaire parallèle, il n'est pas nécessaire d'en faire mention dans notre définition[4]. L'**Encadré 1** présente une analyse du champ de la réglementation prudentielle.

Suivant son approche actuelle, la Banque examine à la fois les entités qui prennent part à des activités du secteur bancaire parallèle et les marchés dans lesquels s'inscrivent ces activités. Cette méthode hybride permet de surmonter des problèmes de mesure et facilite l'évaluation des risques. Il est important de surveiller les entités, car les activités réalisées dans le secteur bancaire parallèle entraînent une transformation des échéances et de la liquidité et l'inscription du levier financier au bilan des entités, et ces renseignements aident à repérer les vulnérabilités du secteur. En outre, les marchés auxquels participent certaines entités peuvent être opaques, ce qui complique la surveillance des activités sur la base des données de marché. Certaines opérations du secteur bancaire parallèle ne transparaissent pas dans les bilans ou se font par l'entremise d'entités dont l'inventaire détaillé des opérations de bilan n'est pas disponible. En pareil cas, examiner les marchés plutôt que les entités a ses avantages. La surveillance

4 Les fonds communs de placement du marché monétaire font partie du secteur bancaire parallèle, mais ils n'ont pas de levier financier inscrit au bilan.

Encadré 1

Le cadre de réglementation

Délimiter et surveiller le secteur bancaire parallèle nécessitent un examen attentif de la portée, de l'objectif et de la rigueur de la réglementation dans l'ensemble du système financier. Les entités qui sont assujetties à des règles prudentielles complètes, fondées sur le risque (comme les exigences minimales de fonds propres et les normes de liquidité ayant pour but de garantir leur sûreté et leur solidité) ne sont pas incluses dans le secteur bancaire parallèle. En outre, les transactions auxquelles seules des entités soumises à la réglementation prudentielle prennent part sont également exclues. Aux fins de la surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada, toute entité réglementée par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) ou par une autorité prudentielle provinciale est considérée comme relevant de la réglementation prudentielle.

Les entités qui ne sont pas assujetties à des règles prudentielles peuvent tout de même être encadrées par une réglementation rigoureuse et efficace. De plus, bon nombre de marchés disposent de règles et de restrictions qui régissent la conduite des acteurs et protègent les investisseurs, et contribuent par conséquent à atténuer les vulnérabilités au sein du système financier. À titre d'exemple, au Canada, la réglementation qu'imposent aux fonds d'investissement les autorités chargées des valeurs mobilières comporte dans certains cas des règles en matière de liquidité et de levier financier qui réduisent le risque de retraits massifs. La Banque du Canada considère toujours certains de ces fonds comme faisant partie du secteur bancaire parallèle, mais notre évaluation des vulnérabilités tient compte de l'atténuation des risques découlant d'une réglementation robuste. De même, tous les courtiers en valeurs mobilières relèvent de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et doivent respecter des normes de liquidité et de fonds propres[1]. Par ailleurs, dans le cadre de sa surveillance prudentielle des banques qui se fait sur une base consolidée, le BSIF fait une évaluation des activités des maisons de courtage appartenant aux banques. Étant donné que les méthodes de surveillance et les objectifs de l'OCRCVM et du BSIF diffèrent grandement, les maisons de courtage appartenant à une banque sont exclues du secteur bancaire parallèle. À l'inverse, les maisons de courtage non affiliées à une banque sont considérées comme des entités du secteur bancaire parallèle[2]. L'atténuation des vulnérabilités qu'assure la réglementation appliquée par l'OCRCVM est prise en compte dans l'évaluation des vulnérabilités des maisons de courtage non affiliées à une banque[3].

La surveillance du secteur bancaire parallèle suppose également le suivi des activités qui entrent dans le champ de réglementation ou en sortent. Face aux changements réglementaires et aux innovations financières, le champ de la réglementation doit sans cesse être réévalué, et réaménagé au besoin pour que soit exercée une surveillance complète.

1 Le terme « courtier en valeurs mobilières » est surtout employé au Canada. À l'étranger, on parle plutôt de « négociant en valeurs mobilières » pour désigner le même type d'entité.

2 Le cadre utilisé par le Conseil de stabilité financière pour la surveillance du secteur bancaire parallèle international fait également la distinction entre les maisons de courtage selon qu'elles appartiennent ou non à une banque.

3 Les négociants en valeurs mobilières des banques étrangères sont exclus du secteur bancaire parallèle dans la mesure où ils sont réglementés par les mêmes autorités prudentielles que leur société mère. Toutefois, en raison des lacunes inhérentes aux données, ils sont inclus dans l'estimation de la taille des maisons de courtage non affiliées à une banque.

des marchés permet non seulement de surmonter un problème de mesure, mais surtout d'obtenir de l'information sur les liens d'interdépendance entre les entités visées par la réglementation prudentielle et le secteur moins réglementé, liens qui peuvent causer des tensions systémiques.

L'approche hybride peut occasionner une double comptabilisation des activités lorsque celles-ci sont prises en compte à la fois au niveau du marché et au niveau de l'entité. Cette duplication représente jusqu'à un certain point un avantage, car cela réduit le risque d'omission de certaines composantes du système financier qui appartiennent au secteur bancaire parallèle. Cette méthode cadre aussi étroitement avec la définition retenue par le Conseil de stabilité financière (CSF) pour la surveillance du secteur bancaire parallèle international[5].

5 On peut consulter le cadre stratégique du CSF à l'adresse www.fsb.org/2013/08/r_130829c (en anglais seulement). En 2016, le CSF a publié un examen par les pairs de la mise en œuvre du cadre par les pays, qui peut être consulté à l'adresse www.fsb.org/wp-content/uploads/Shadow-banking-peer-review.pdf (en anglais seulement).

À des fins de calcul, le passif des entités dont les principales activités se situent dans le secteur bancaire parallèle est normalement pris en compte, même s'il arrive que ce soient les éléments d'actif que l'on prenne plutôt en considération. Au niveau des marchés, l'encours des titres qui ont été négociés par au moins une entité non assujettie à la réglementation prudentielle est inclus. Toutefois, lorsque les données comportent des lacunes, la taille de l'ensemble du marché sert de variable d'approximation.

Étendue et taille du secteur bancaire parallèle

Le secteur bancaire parallèle peut être divisé en cinq grands sous-secteurs :

1. Les fonds d'investissement, à savoir :
   a) les fonds communs de placement du marché monétaire;
   b) les autres fonds communs de placement et les fonds négociés en bourse (FNB)[6] :
      - fonds communs de placement à revenu fixe et fonds de placement stratégiques alternatifs,
      - FNB à revenu fixe et FNB synthétiques;
   c) les fonds dispensés de l'obligation de prospectus :
      - fonds de couverture axés sur le crédit,
      - fonds en gestion commune axés sur le crédit[7];
2. les opérations de pension et les opérations de prêt de titres auxquelles a pris part au moins une entité qui n'est pas assujettie à la réglementation prudentielle;
3. les prêteurs non assujettis à la réglementation prudentielle, comme les sociétés de financement hypothécaire, les sociétés de prêt automobile, les sociétés de crédit-bail, les sociétés de financement et les sociétés de placement hypothécaire;
4. la titrisation privée, y compris les titres adossés à des actifs, le papier commercial adossé à des actifs (PCAA) et les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales;
5. les maisons de courtage non affiliées à une banque assujettie à la réglementation prudentielle.

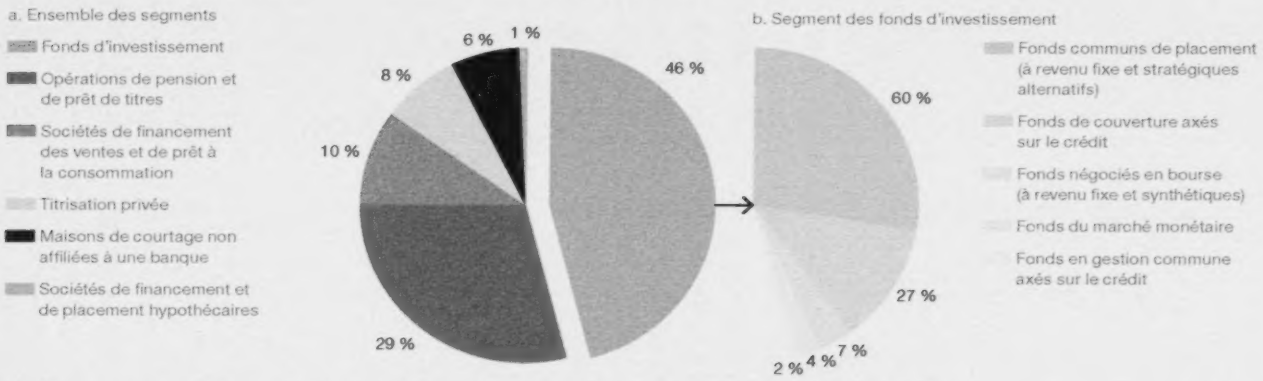
La modification de la définition adoptée par la Banque du Canada a eu pour effet important d'exclure du secteur bancaire parallèle les titres hypothécaires adossés à des actifs visés par la *Loi nationale sur l'habitation* (titres hypothécaires LNH) et les Obligations hypothécaires du Canada. Bien qu'ils s'inscrivent dans des chaînes d'intermédiation du crédit, ces deux instruments bénéficient d'une garantie explicite du gouvernement du Canada, ce qui atténue le risque de crédit. Soulignons également que le traitement des marchés du papier commercial et des acceptations bancaires a

---

6 Les titres émis par ce type de fonds doivent faire l'objet d'un prospectus, un document juridique détaillé qui renseigne les investisseurs sur le fonds. Un fonds d'investissement peut être dispensé de l'obligation de prospectus, sous réserve du respect des exigences établies par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et énoncées dans le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*.

7 Dans le présent rapport, le terme « fonds en gestion commune » s'entend de fonds dispensés de l'obligation de prospectus qui ont recours à des stratégies semblables à celles des fonds communs de placement, mais dont les parts sont vendues à des investisseurs institutionnels ou des investisseurs individuels ayant une valeur nette élevée plutôt qu'à des particuliers. Les « fonds axés sur le crédit » sont les fonds dont plus de 50 % des expositions brutes sont des instruments de crédit (par exemple, obligations, prêts, produits structurés ou titrisés à revenu fixe).

Graphique 1 : Composition du secteur bancaire parallèle au Canada



Sources : rapports annuels des caisses de retraite, DBRS, Markit, Morningstar, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T2

changé. Plutôt que d'inclure ces marchés dans le secteur bancaire parallèle, on considère que les investisseurs (comme les fonds communs de placement du marché monétaire) qui procèdent à une transformation de la liquidité et des échéances en détenant ces instruments sont des entités du secteur bancaire parallèle, ce qui permet aussi de réduire la double comptabilisation.

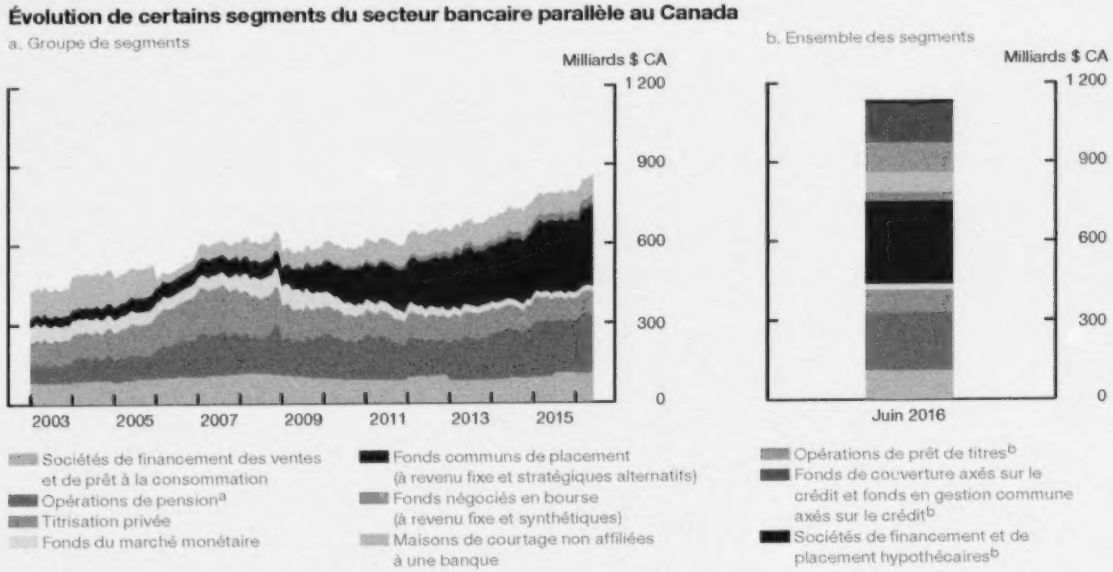
Parmi les composantes ajoutées au secteur bancaire parallèle, il y a lieu de mentionner les fonds d'investissement autres que les fonds communs de placement du marché monétaire. Ces fonds participent à la transformation de la liquidité et des échéances, car ils achètent des actifs moins liquides assortis d'échéances éloignées tout en permettant un encaissement par anticipation moyennant un court préavis. L'inclusion de ces fonds d'investissement cadre avec la surveillance du secteur bancaire parallèle exercée par le CSF à l'international. Les sociétés de financement hypothécaire, les sociétés de financement des ventes et de prêt à la consommation et les maisons de courtage non affiliées à une banque sont désormais comprises dans le secteur bancaire parallèle.

On estime à 1,1 billion de dollars la taille globale du secteur bancaire parallèle du Canada; elle serait donc à peu près deux fois moins importante que l'encours du passif du système bancaire classique (2,1 billions de dollars)[8]. Le **Graphique 1a** montre la taille relative des différents segments du secteur bancaire parallèle au Canada. Les principaux compartiments du secteur sont les fonds d'investissement (46 %), puis les opérations de pension et les opérations de prêt de titres (29 %)[9]. Par ordre d'importance, les principales composantes du segment des fonds d'investissement sont les fonds communs de placement à revenu fixe et les fonds de placement stratégiques alternatifs, qui représentent ensemble 60 % du segment (**Graphique 1b**)

8 Le passif du système bancaire classique est composé du montant brut des dépôts (y compris les emprunts à long terme non garantis en dollars canadiens), les créances subordonnées et les dépôts en devises des résidents canadiens.

9 L'encours des opérations de pension est donné par la somme des mises en pension des six grandes banques canadiennes et des huit principales caisses de retraite du Canada. En l'absence de données détaillées, il n'est pas possible d'isoler les mises en pension qui se font sur le marché interbancaire et qui devraient être exclues du champ du secteur bancaire parallèle. Ainsi, la taille des opérations de pension s'inscrivant dans le secteur bancaire parallèle est vraisemblablement surestimée.

Graphique 2 : Évolution de certains segments du secteur bancaire parallèle au Canada



a. Les opérations de pension recouvrent notamment les opérations interbancaires et les opérations des caisses de retraite.

b. Les données chronologiques ne sont pas disponibles.

Sources : rapports annuels des caisses de retraite, Banque du Canada, DBRS, Markit, Morningstar, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et Statistique Canada

Dernière observation : juin 2016

et 27 % de l'ensemble du secteur bancaire parallèle. En raison des chevauchements et des limites attribuables aux données parcellaires dont nous disposons, le secteur bancaire parallèle est mesuré avec une certaine imprécision. Cet encours donne toutefois un ordre de grandeur général pour comprendre l'évolution du secteur bancaire parallèle et sa relative importance au sein du système financier.

Le **Graphique 2a** montre l'évolution de certains segments du secteur bancaire parallèle. Du fait du manque de données, nous ne pouvons pas suivre l'évolution de tous les sous-secteurs, notamment les sociétés de financement hypothécaire et de placement hypothécaire, les fonds de couverture axés sur le crédit, les fonds en gestion commune axés sur le crédit et les opérations de prêt de titres. Les sous-secteurs illustrés représentaient environ 76 % de l'encours du secteur bancaire parallèle au Canada en juin 2016. L'encours de ces sous-secteurs s'est accru rapidement avant la crise financière mondiale, a diminué par la suite, puis a recommencé à augmenter dernièrement. La hausse récente peut être attribuée en bonne partie à la croissance des fonds communs de placement à revenu fixe et, dans une moindre mesure, aux opérations de pension ainsi qu'aux FNB à revenu fixe. À l'opposé, les fonds communs de placement du marché monétaire et la titrisation privée stagnent encore. Le **Graphique 2b** montre l'encours de tous les sous-secteurs en juin 2016, y compris les segments dont nous ne pouvons retracer l'évolution.

Évaluation des vulnérabilités

Le secteur bancaire parallèle est une source potentielle de vulnérabilités qui peuvent peser sur la stabilité du système financier canadien. En nous appuyant sur le cadre d'évaluation des vulnérabilités de la Banque décrit

dans Christensen et autres (2015), nous évaluons régulièrement les vulnérabilités, notamment le levier financier, le financement et les liquidités (y compris le degré de transformation de la liquidité et des échéances), la tarification du risque ou le degré d'opacité dans le système financier canadien, secteur bancaire parallèle compris. Différents éléments d'appréciation, dont des indicateurs quantitatifs et qualitatifs, l'information sur les marchés et le contenu des discussions avec d'autres instances nationales, entrent en ligne de compte dans l'évaluation des vulnérabilités.

Tout comme le système bancaire classique, chacun des segments du secteur bancaire parallèle est exposé au risque de retraits massifs. Si les segments ont des caractéristiques et des fonctions très différentes les unes des autres, il n'en demeure pas moins qu'une transformation de la liquidité et des échéances analogue à celle qui s'opère dans le système bancaire existe dans tous les cas et qu'elle peut entraîner des retraits massifs. L'incidence de tels retraits de fonds sur le système financier peut être exacerbée par le levier financier et l'opacité ainsi que par les liens de ces sous-secteurs avec le reste du système financier. L'évaluation régulière des vulnérabilités de tous ces sous-secteurs est d'autant plus nécessaire que le secteur bancaire parallèle n'est pas encadré aussi rigoureusement que d'autres par la réglementation prudentielle.

Globalement, compte tenu des renseignements disponibles, nous sommes d'avis que le secteur bancaire parallèle n'est pas une source importante de vulnérabilités pour le système financier canadien. Certains sous-secteurs sont susceptibles de subir des tensions en raison de leurs caractéristiques structurelles, mais leur taille relativement modeste réduit le risque de tensions systémiques. Par contre, il est difficile de mesurer l'ampleur des liens entre le secteur bancaire parallèle et le reste du système financier ainsi que l'importance systémique des divers sous-secteurs. De plus, les réactions des participants au secteur financier face à la réglementation et à l'innovation financière pourraient mener à de nouvelles vulnérabilités et à des risques systémiques nouveaux.

Fonds d'investissement

Le secteur bancaire parallèle englobe divers fonds d'investissement axés sur le crédit qui diffèrent entre eux selon le type d'investisseurs ciblés et le degré de réglementation. Les asymétries en matière de liquidité et d'échéances entre les portefeuilles d'actifs des fonds et l'éventuel remboursement anticipé des parts des fonds créent un risque de retraits massifs. Si les vulnérabilités sont minimes à l'heure actuelle pour la plupart des fonds au Canada, certaines caractéristiques structurelles des fonds et la croissance récente des fonds communs de placement à revenu fixe justifient une surveillance.

Fonds communs de placement du marché monétaire

Le poids relatif des fonds communs de placement du marché monétaire dans le secteur des fonds communs de placement continue à diminuer et aujourd'hui, il ne représente plus que 2 % de l'ensemble des actifs gérés par les fonds communs de placement, contre 13 % au moment de la crise financière. Cette baisse s'explique à la fois par l'encours plus faible des fonds communs de placement du marché monétaire (22 milliards de dollars en juin 2016) et par la croissance de l'encours des autres fonds communs de placement. Les bas taux d'intérêt et l'intensification de la concurrence causée par les comptes d'épargne offerts par les banques sont deux facteurs qui ont contribué à ce résultat. Bien que ce segment n'ait

vraisemblablement pas une importance systémique au Canada actuellement en raison de sa petite taille, la prépondérance des fonds à valeur liquidative constante et l'absence générale de réserve de capitaux accroissent sa vulnérabilité en cas de retraits massifs (Witmer, 2012).

Fonds communs de placement à revenu fixe et fonds négociés en bourse

En juin 2016, les fonds communs de placement à revenu fixe et les fonds de placement stratégiques alternatifs géraient 313 milliards de dollars d'actifs. Au Canada, les fonds communs de placement à revenu fixe utilisent peu le levier financier, du fait de la réglementation des valeurs mobilières, et détiennent suffisamment d'espèces et d'autres sources de liquidité pour répondre aux demandes de remboursement des investisseurs, ce qui nous amène à conclure que les vulnérabilités sont actuellement limitées (Ramirez, Sierra Jiménez et Witmer, 2015). Cela dit, l'expansion continue du segment des fonds communs de placement, en particulier des fonds qui détiennent des actifs moins liquides mais offrent des possibilités de remboursement au quotidien, a reçu l'attention des autorités de réglementation de nombreux pays. Par conséquent, le CSF a présenté des recommandations visant à réduire les vulnérabilités que les asymétries en matière de liquidité sont susceptibles de créer dans ces fonds[10].

En juin 2016, les actifs gérés par les FNB à revenu fixe et les FNB synthétiques totalisaient 35 milliards de dollars. Les FNB à revenu fixe sont assujettis au même régime de réglementation des valeurs mobilières que les autres fonds communs de placement et, pour l'heure, les vulnérabilités qui leur sont associées sont faibles. De plus, ces fonds sont moins exposés que les fonds communs de placement au risque de retraits massifs, parce que leurs investisseurs ne cherchent généralement pas à se faire rembourser leurs parts. La liquidité est plutôt obtenue par la vente de parts à d'autres investisseurs sur les marchés. La présence de participants autorisés, qui créent et remboursent les parts de manière à maintenir le prix auquel se négocie le FNB près de la valeur de l'actif net, réduit le risque de retraits massifs, sans toutefois l'éliminer (Foucher et Gray, 2014). Les FNB synthétiques présentent quant à eux des risques de liquidité et de contrepartie plus grands, mais un risque de transmission des tensions systémiques limité en raison de leur petite taille.

Fonds de couverture et fonds en gestion commune axés sur le crédit

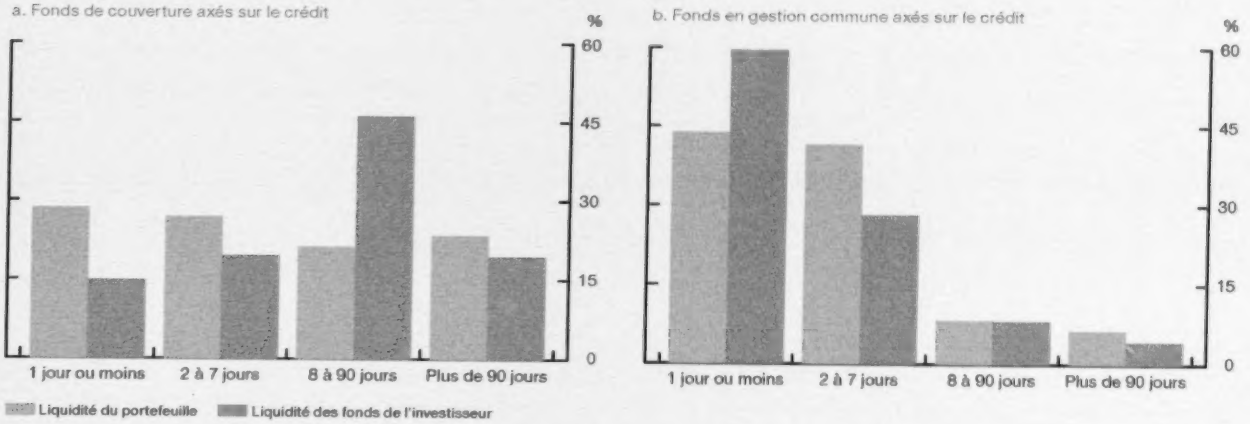
Les fonds de couverture et les fonds en gestion commune sont dispensés de l'obligation de prospectus et sont soumis à moins de restrictions réglementaires que les fonds communs de placement et les FNB[11]. À la différence des fonds communs de placement ou des FNB, les fonds de couverture et les fonds en gestion commune sont réservés aux investisseurs qualifiés, comme les investisseurs institutionnels, les investisseurs avertis ou les particuliers dont la valeur nette du patrimoine est élevée. Les fonds de couverture n'offrent généralement pas de remboursement quotidien, et un gel initial des retraits est souvent imposé, alors que les fonds en gestion commune prévoient habituellement des remboursements à court terme, moyennant un préavis d'un jour ou d'une semaine. Les fonds en gestion

10 Pour un complément d'information, voir le document *Proposed Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, consultable à l'adresse www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Asset-Management-Consultative-Document.pdf (en anglais seulement).

11 Les fonds de couverture et les fonds en gestion commune sont dispensés de l'obligation de prospectus dans la mesure où ils respectent les exigences établies par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières dans le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*.

Graphique 3 : Profils de liquidité des fonds de couverture axés sur le crédit et des fonds en gestion commune axés sur le crédit

Part de la valeur globale de l'actif net



Nota : La liquidité du portefeuille est la proportion des actifs du portefeuille qui peuvent être liquidés au cours de la période considérée. La liquidité des fonds des investisseurs correspond au pourcentage des fonds que les investisseurs peuvent retirer au cours de la période considérée.

Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : décembre 2015

commune et les fonds de couverture se distinguent également au niveau de leur stratégie : les premiers misent peu sur l'effet de levier et ont des stratégies semblables à celles des fonds communs de placement, tandis que les seconds ont recours à d'autres stratégies et s'appuient fréquemment sur l'effet de levier.

Seuls les fonds de couverture axés sur le crédit et les fonds en gestion commune axés sur le crédit sont considérés comme des composantes du secteur bancaire parallèle par les autorités de surveillance canadiennes. En fonction de leur structure de remboursement, ces fonds sont plus ou moins exposés à des risques de retraits massifs et de ventes en catastrophe. De surcroît, les fonds de couverture axés sur le crédit peuvent être touchés par les tensions observées sur les marchés des pensions et des prêts de titres, qui sont souvent une source de financement pour eux.

Les fonds de couverture axés sur le crédit ont un encours relativement peu important au Canada; en décembre 2015, leurs actifs totalisaient quelque 9 milliards de dollars[12]. Une comparaison entre le montant des fonds remboursables à court terme des investisseurs et le délai de liquidation estimé des actifs de portefeuille fait ressortir un degré d'asymétrie assez faible de la liquidité (**Graphique** 3a). Les fonds de couverture axés sur le crédit ont une exposition brute déclarée aux titres illiquides qui équivaut seulement à 9 % de la valeur globale de leur actif net. En outre, leur ratio de levier financier brut médian de 2,9 est considéré comme modéré car il se situe dans la moyenne affichée par les fonds de couverture américains axés sur le crédit pour la période 2005-2009 (Ang, Gorovyy et van Inwegen, 2011)[13].

12 L'information fournie dans la présente section repose sur les données agrégées tirées d'un sondage mené par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en 2016 auprès des gestionnaires de fonds inscrits. Le sondage est répété tous les deux ans.

13 Le ratio de levier financier brut correspond à la somme des expositions longues et courtes divisée par la valeur de l'actif net. La médiane est calculée pour les fonds dont les actifs se chiffrent à plus de 200 millions de dollars.

En décembre 2015, les fonds en gestion commune axés sur le crédit géraient 142 milliards de dollars d'actifs. Ces fonds ont très peu recours au levier financier et leur exposition brute aux titres illiquides ne représente que 2 % de la valeur globale de leur actif net. Une comparaison entre le montant des fonds remboursables à court terme des investisseurs et le délai de liquidation estimé des actifs de portefeuille fait ressortir un faible degré d'asymétrie de la liquidité dans le cas de ces fonds (**Graphique 3b**).

Tant les fonds de couverture que les fonds en gestion commune sont caractérisés par une certaine opacité, la production d'un prospectus n'étant pas exigée. Dans l'ensemble, les vulnérabilités associées aux fonds de couverture axés sur le crédit sont jugées modérées, mais il existe une hétérogénéité marquée entre les fonds. Même les plus grands fonds de couverture canadiens sont relativement modestes à l'heure actuelle, et il est peu probable qu'ils provoquent à eux seuls des tensions systémiques. Les vulnérabilités associées aux fonds en gestion commune axés sur le crédit sont peu importantes en ce moment.

Opérations de pension et de prêt de titres

Une opération de pension est un emprunt garanti d'espèces auquel une institution financière a recours pour se financer à court terme (Morrow, 1995; Garriott et Gray, 2016). Une opération de prêt de titre est le prêt garanti d'un titre en échange d'espèces ou d'un autre titre[14].

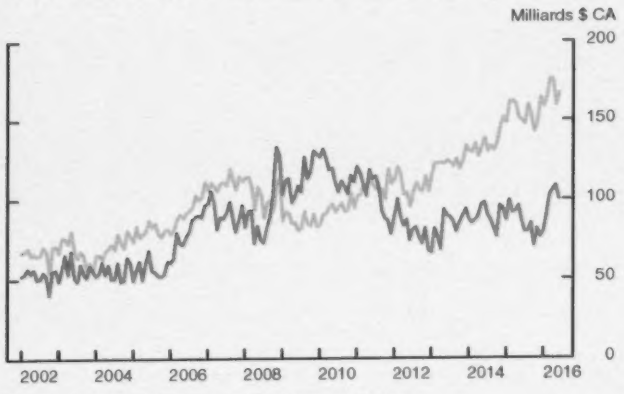
Si les opérations de pension et les opérations de prêt de titres contribuent largement à assurer aux institutions financières de la liquidité de financement et à soutenir la tenue de marché, elles peuvent toutefois aussi causer des vulnérabilités (Fontaine, Garriott et Gray, 2016; Conseil de stabilité financière, 2013). Par exemple, les opérations de pension et de prêt de titres sont exposées à un risque de retraits massifs dans les cas où l'investissement des sommes empruntées ou le réinvestissement des garanties en espèces entraînent une transformation marquée des échéances ou de la liquidité. Ces opérations peuvent contribuer à une augmentation du levier financier, lequel peut à son tour mener, dans les périodes de tensions, à des ventes en catastrophe des actifs financés par ces opérations et des actifs remis en nantissement. Les opérations de prêt de titres qui ne font pas intervenir d'espèces peuvent également contribuer au levier financier. Un emprunteur peut par exemple échanger un titre de faible qualité contre un titre de meilleure qualité (amélioration de la garantie) qui lui servira ensuite, dans le cadre d'une stratégie de placement à effet de levier, à effectuer une opération de pension afin d'obtenir des espèces. Les chaînes créées par les opérations de pension et de prêt de titres peuvent amplifier les chocs négatifs dans le système financier.

Au Canada, les six grandes banques sont des prêteurs nets de liquidités sur le marché des opérations de pension depuis 2011, et leur position nette à cet égard s'élevait à 67 milliards de dollars en juin 2016 (**Graphique 4a**). Le marché des opérations de pension est aussi une source importante de liquidité et de levier financier pour de grandes caisses de retraite (Bédard-Pagé et autres, 2016). Les vulnérabilités associées au marché canadien des

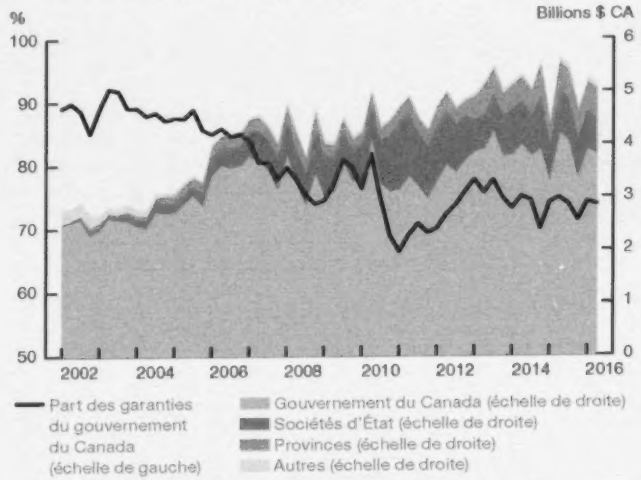
14 Sur le plan économique, un accord de prêt de titres assorti d'un nantissement d'espèces s'apparente à une opération spéciale de pension. Nos discussions avec les participants au marché montrent que les institutions classent parfois les prêts de titres adossés à des garanties en espèces comme des opérations de pension, et vice-versa. Ce classement peut occasionner certains chevauchements dans notre estimation du volume des activités liées aux opérations de pension et aux opérations de prêt de titres.

Graphique 4 : Prises en pension et cessions en pension

a. Encours des opérations de pension des banques canadiennes



b. Volume de transactions selon le type de garanties (titres de dette par émetteur)



Nota : Les « autres » garanties comprennent les titres de dette émis par les administrations municipales, les titres de dette des sociétés et les titres adossés à des actifs.
Sources : Banque du Canada et relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes
Dernière observation : 2016T2

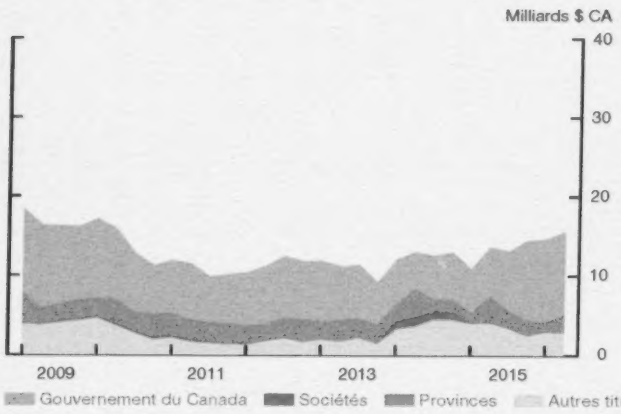
opérations de pension sont atténuées par le fait que la plupart des garanties sont des titres liquides émis par les entités publiques (**Graphique 4b**) : titres de dette du gouvernement canadien (74 %), des sociétés d'État (13 %) et des provinces (12 %). Par conséquent, nous considérons que les vulnérabilités émanant du marché canadien des pensions sont faibles actuellement. Toutefois, la proportion des opérations de pension garanties par des titres de dette du gouvernement du Canada diminue régulièrement. Un éventail élargi de titres moins liquides sont utilisés dans le cadre d'opérations de pension, ce qui accroît le degré de transformation de la liquidité.

Le marché canadien des prêts de titres à revenu fixe est considéré comme une partie intégrante du secteur bancaire parallèle, et l'encours estimatif des titres prêtés était de 113 milliards de dollars en juin 2016. La majeure partie des titres prêtés sont des obligations du gouvernement du Canada (**Graphique 5a** et **Graphique 5b**). Une faible proportion des opérations (environ 14 %) sont garanties par des espèces au Canada (**Graphique 5a**)[15]. Les garanties en espèces sont généralement réinvesties dans des produits liquides peu risqués comme les fonds du marché monétaire, les cessions en pension garanties par des titres d'État ou des dépôts, mais elles peuvent également être investies dans des produits assortis d'un plus grand risque de liquidité. Dans le cas des fonds d'investissement publics comme les fonds communs de placement et les FNB, la réglementation restreint le réinvestissement des garanties en espèces aux titres qui arriveront à échéance dans au plus 90 jours. Étant donné la faible proportion d'opérations garanties par des espèces et les pratiques prudentes de réinvestissement des espèces, le degré de transformation de la liquidité et des échéances attribuable aux prêts de titres garantis par des espèces est jugé faible. En ce qui a trait aux opérations adossées à des garanties autres que des espèces (**Graphique 5b**), les données de terrain font penser que

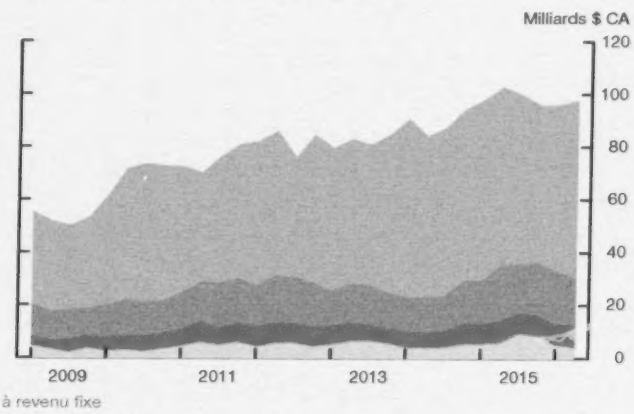
15 Aux États-Unis par contre, 75 % des opérations de prêt de titres sont garanties par des espèces (Dreff, 2010).

Graphique 5 : Encours des prêts de titres à revenu fixe

a. Prêts adossés à des garanties en espèces



b. Prêts adossés à des garanties hors espèces



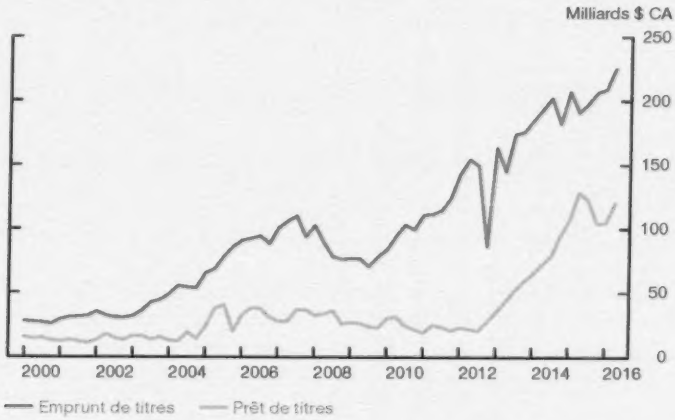
Gouvernement du Canada | Sociétés | Provinces | Autres titres à revenu fixe

Nota : Les « autres titres à revenu fixe » comprennent le papier commercial, les titres adossés à des actifs, les titres émis par la Société canadienne d'hypothèques et de logement et d'autres types d'actifs.

Sources : Markit et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T2

Graphique 6 : Opérations d'emprunt et de prêt de titres des six grandes banques



Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes

Dernière observation : 2016T2

la hausse tendancielle des activités de prêt d'obligations du gouvernement du Canada s'explique surtout par une amélioration des garanties à l'issue de laquelle des actifs plutôt illiquides comme les obligations des provinces et les titres hypothécaires LNH sont utilisés pour obtenir des obligations du gouvernement du Canada.

Les activités des six grandes banques, emprunteurs nets de titres, ont connu une forte hausse récemment (**Graphique 6**). Il convient de souligner que le **Graphique 6** repose sur une gamme de titres plus étendue que le **Graphique 5a** et le **Graphique 5b**, et comprend des actions, des parts de FNB ainsi que des titres étrangers. D'après les participants au marché, la croissance illustrée dans le **Graphique 6** s'explique pour l'essentiel par un

recours accru aux stratégies d'arbitrage sur les marchés boursiers américains et européens[16]. Contrairement aux pratiques d'amélioration des garanties, ces stratégies d'arbitrage n'entraînent généralement pas de hausse du levier financier, de sorte que le risque systémique qui leur est associé est faible. Globalement, il faudrait des données plus détaillées sur les types de garanties et les pratiques de réinvestissement des espèces pour réaliser une évaluation complète des vulnérabilités dans ce secteur.

Prêteurs non assujettis à la réglementation prudentielle

Ce sous-secteur est composé des prêteurs qui ne sont ni des banques ni des coopératives de crédit, et il comprend les sociétés de financement, les sociétés de financement hypothécaire et les sociétés de placement hypothécaire[17]. Ces entités ne sont pas assujetties à la réglementation prudentielle; elles relèvent du secteur bancaire parallèle car elles accordent des prêts, se financent au moyen de la titrisation et d'autres instruments à court terme, et ont recours au levier financier à divers degrés. Ensemble, elles représenteraient un encours de 125 milliards de dollars. Nous estimons que les vulnérabilités de ce sous-secteur sont généralement peu importantes à l'heure actuelle.

Les sociétés de financement englobent les sociétés de financement des ventes et les sociétés de prêt à la consommation. Les sociétés de financement des ventes financent l'achat de biens et de services pour des entreprises industrielles, le marché de détail ou le marché de gros, souvent en accordant des prêts à terme aux entreprises et en finançant la location d'équipement. Les sociétés de prêt à la consommation se spécialisent dans les prêts directs aux particuliers, habituellement garantis par des billets à ordre. Au deuxième trimestre de 2016, les actifs réunis des sociétés de financement se montaient à 110 milliards de dollars. Toutefois, nos données lacunaires, dont celles concernant les entreprises, ne nous permettent pas de faire une évaluation exhaustive des vulnérabilités de ces entités. Globalement, toutefois, les sociétés de financement ont un levier financier relativement peu élevé dans leur bilan (l'encours des actifs représentant moins du quart de l'encours des fonds propres) et transforment peu les échéances.

Les sociétés de financement hypothécaire sont des prêteurs hypothécaires qui, en tant que groupe, souscrivent et administrent des prêts d'un montant d'environ 165 milliards de dollars, soit 12 % de l'encours du crédit hypothécaire résidentiel en décembre 2015. Les sociétés de financement hypothécaire sont approvisionnées en prêts par les courtiers; elles vendent ensuite ces créances à des tiers, par exemple des banques, ou les financent au moyen des programmes de titrisation publique. Ainsi, l'exposition au risque de crédit de la plupart des prêts hypothécaires est transférée à l'État ou au secteur réglementé, et est donc exclue de la mesure du secteur bancaire parallèle. Seuls les prêts hypothécaires conservés dans le bilan dans l'attente d'une vente ou d'une titrisation par la voie soit du PCAA (environ 6 milliards de dollars), soit des ressources internes des sociétés de financement hypothécaire (quelque 4 milliards de dollars) sont pris en compte dans

16 Différentes stratégies d'arbitrage faisant intervenir les FNB nécessitent la vente à découvert d'actions ou de parts de FNB. Parmi les autres stratégies d'arbitrage nécessitant le prêt de titres figurent les opérations de réinvestissement des dividendes et l'arbitrage fiscal transnational lié aux dividendes.

17 Les caisses de retraite prêtent elles aussi en dehors du système bancaire classique. Cela dit, nous sommes d'avis que cette activité ne s'inscrit pas dans le secteur bancaire parallèle, étant donné la faible transformation des échéances ou de la liquidité dans les régimes de retraite à prestations déterminées (Bédard-Pagé et autres, 2016).

notre estimation du secteur bancaire parallèle. Les vulnérabilités émanant des sociétés de financement hypothécaire découlent principalement du fait que ces entités ont des niveaux de fonds propres et de liquidité relativement faibles et qu'elles s'appuient sur des sources de financement qui sont potentiellement instables lorsque le marché du logement connaît des tensions (achats par les tiers). Les vulnérabilités potentielles des sociétés de financement hypothécaire sont examinées plus en détail par Coletti, Gosselin et MacDonald (2016).

Les sociétés de placement hypothécaire sont des sociétés canadiennes qui comptent au moins 20 actionnaires et qui ont pour seule activité le placement de leurs fonds. Elles doivent avoir plus de 50 % de leurs actifs placés dans des prêts hypothécaires résidentiels ou des dépôts en espèces canadiens. Les prêts hypothécaires sont généralement émis par la société de placement hypothécaire ou par une institution prêteuse qui lui est étroitement liée. Les actifs des sociétés de placement hypothécaire cotées en bourse atteignaient presque 5 milliards de dollars en juin 2016. Bien que leurs activités de prêt ne soient pas assujetties à la réglementation prudentielle, les sociétés de placement hypothécaire, du fait de leur petite taille et de leur recours limité au levier financier, présentent peu de risque pour le système financier.

Titrisation privée

L'encours des produits de titrisation privée s'élevait à 87 milliards de dollars en juin 2016 au Canada, en baisse par rapport au sommet de 178 milliards de dollars atteint en août 2007. Ces produits sont, dans l'ordre, adossés à des cartes de crédit, à des opérations relevant du secteur de l'automobile et à des prêts hypothécaires résidentiels.

Les modifications apportées à la réglementation, les possibilités de substitution offertes par les obligations sécurisées, la concurrence de la titrisation publique (par exemple, titres hypothécaires LNH) et le repli du marché du PCAA non bancaire (Kamhi et Tuer, 2007) sont autant de facteurs qui ont contribué au recul marqué de la titrisation privée au Canada[18]. De plus, le marché a perdu de sa complexité et la qualité des actifs qui le composent s'est améliorée après la crise. Cette évolution a fait en revanche augmenter les coûts des banques et a réduit l'attractivité des titres adossés à des actifs et l'attractivité du PCAA par rapport à d'autres sources de financement, en particulier aux yeux des entités financières ayant accès à une multitude d'instruments de financement. La restriction visant l'utilisation des prêts hypothécaires assurés pour le PCAA, entrée en vigueur le 1er juillet 2016 et assortie d'une période de transition qui prendra fin en 2021, pourrait dynamiser le marché de la titrisation privée en favorisant la substitution des prêts hypothécaires assurés par d'autres actifs. La restriction pourrait aussi réduire la taille globale du marché du PCAA, et cette éventualité doit être suivie avec attention.

À cause de la petite taille du marché canadien de la titrisation privée et de la qualité des actifs sous-jacents, nous sommes d'avis que les vulnérabilités de ce secteur ne sont pas importantes à l'heure actuelle.

18 Les obligations sécurisées sont exclues du secteur bancaire parallèle parce qu'elles ne peuvent être émises que par une entité assujettie à la réglementation prudentielle, et que les actifs qui leur sont liés demeurent inscrits au bilan consolidé de l'émetteur.

Maisons de courtage non affiliées à une banque

Les maisons de courtage non affiliées à une banque occupent une place relativement modeste dans le secteur bancaire parallèle canadien : leurs actifs financiers étaient de 76 milliards de dollars à la fin de 2015. La taille du secteur est en baisse en raison du repli des activités sur le marché des matières premières, où les maisons de courtage jouent un rôle de premier plan, et d'une diminution de la rentabilité imputable à la fois aux changements technologiques et à la réglementation.

En règle générale, les maisons de courtage affichent un ratio de levier financier (ratio des actifs financiers aux fonds propres) assez élevé. Le ratio moyen de levier financier de l'ensemble des maisons de courtage est passé de 8 à 11 entre 2008 et la fin de 2015, mais il demeure inférieur au niveau de 14 ou 15 atteint avant la crise financière mondiale. Cette hausse s'explique par l'expansion des opérations de pension de ces entités. À 8, le ratio de levier financier des maisons de courtage non affiliées à une banque est donc moindre. À la fin de 2015, les actifs liquides représentaient 96 % de l'actif total des maisons de courtage et dépassaient le passif à court terme de ces entités. L'encours des actifs liquides détenus dépend de la formule de calcul des fonds propres appliquée par l'OCRCVM; cette formule est destinée à faire en sorte que les courtiers aient suffisamment d'actifs liquides pour s'acquitter de leurs obligations. Nous considérons donc que les maisons de courtage non affiliées à une banque présentent pour le moment peu de vulnérabilités.

Difficultés liées à la surveillance

En raison de leur hétérogénéité et de leur rapide évolution, et parce qu'ils sont moins réglementés, il n'est pas facile de surveiller les entités et les marchés du secteur bancaire parallèle. Ces caractéristiques limitent l'information disponible et ne permettent pas une pleine appréciation de la taille et des vulnérabilités des entités et des marchés, ainsi que des interdépendances avec le reste du système financier. Ces problèmes sont particulièrement préoccupants quand il faut regrouper des données de différentes sources afin d'obtenir un portrait d'ensemble pour le Canada. Par exemple, l'échange de renseignements entre organismes de réglementation provinciaux et fédéraux demande une coordination à grande échelle. La Banque continue de travailler à améliorer la collecte de données et la disponibilité des sources de données pertinentes. Toutefois, des lacunes importantes sur le plan des données subsistent et devraient persister[19].

Par exemple, la Banque a seulement accès aux opérations de pension auxquelles participent les négociants de titres d'État. Pour les prêts de titres, il n'existe pas de données transactionnelles fournissant des précisions sur les contreparties ou sur les autres types de garanties que les espèces. Il n'y a pas non plus de données disponibles sur la réutilisation des garanties dans les opérations de pension et les opérations de prêt de titres. Par ailleurs, il serait utile d'avoir de l'information sur la composition et la qualité des blocs d'actifs sous-jacents afin d'évaluer les vulnérabilités du sous-secteur de la titrisation privée. La Banque a accès à certaines données sur les prêteurs

19 L'examen par les pairs du secteur bancaire parallèle réalisé en 2016 par le CSF a fait ressortir que les données des différents pays sont soit inadéquates, soit insuffisamment détaillées pour permettre l'évaluation des risques associés aux activités bancaires parallèles des entités réglementées et non réglementées. Ainsi, deux des quatre recommandations portent sur la nécessité, pour les pays, de combler les lacunes sur le plan des données et de prévoir la divulgation d'une plus grande quantité d'information, s'il y a lieu, afin d'affiner la compréhension des risques présentés par le secteur bancaire parallèle.

telles les sociétés de financement hypothécaire. Par contre, il y a très peu de données fournies en temps opportun sur les sociétés de prêt automobile et de crédit-bail pour l'achat ou la location de matériel, mais aussi sur les fonds dispensés de l'obligation de prospectus (fonds de couverture, fonds en gestion commune et sociétés de placement hypothécaire).

Pour combler ces lacunes, la Banque travaille avec des organismes canadiens en vue d'améliorer l'accès aux données existantes ou de créer de nouvelles sources de données. En outre, les renseignements tirés de nos discussions régulières avec les participants au secteur financier nous aident à comprendre les changements importants et à orienter l'évaluation des vulnérabilités dans le secteur bancaire parallèle.

L'innovation rapide qui touche les produits et pratiques du système financier, et qui peut être favorisée par les changements réglementaires et les progrès technologiques, complique également les choses. Prenons l'exemple des prêts de pair à pair (P2P), ces prêts qui permettent à des particuliers de se financer sur des plateformes auprès d'investisseurs institutionnels ou de particuliers ayant un patrimoine à la valeur nette élevée[20]. Ces plateformes sont généralement peu réglementées et peuvent faciliter la transformation de la liquidité et des échéances. Si les prêts de pair à pair ne représentent encore qu'une faible partie des activités de financement au Canada et ne font pas peser aujourd'hui de risques importants sur le système financier, la Banque continue néanmoins d'exercer sa surveillance dans ce domaine.

Conclusion

Ces vingt ou trente dernières années, le secteur bancaire parallèle a été une source importante et croissante d'innovation et de concurrence. Toutefois, la crise financière a montré que ce secteur peut aussi être une source de vulnérabilités susceptibles de propager des chocs dans l'ensemble du système financier. La Banque du Canada a adopté une méthode de surveillance dynamique tenant compte à la fois des marchés et des entités, ce qui lui permet de réaliser un examen élargi et de porter attention aux composantes qui s'ajoutent au secteur au fil de son évolution. À la lumière des données disponibles, nous considérons que le secteur bancaire parallèle n'est pas une source importante de vulnérabilités pour le système financier du Canada, en raison du faible degré d'asymétrie en matière de liquidité et d'échéances ainsi que du faible levier financier dans la plupart des segments. Par ailleurs, du fait de la petite taille des sous-secteurs, le risque de tensions systémiques est limité. Si des tensions liées aux marchés et aux entités du secteur bancaire parallèle devaient entraîner des pertes pour certains investisseurs le cas échéant, il serait peu probable à l'heure actuelle que le système financier soit touché dans son ensemble. Cela dit, le manque de données, notamment en ce qui concerne les liens entre le secteur bancaire parallèle et le système bancaire classique, empêche une évaluation exhaustive. La Banque continuera de surveiller ce secteur en pleine évolution et maintiendra sa collaboration avec les autorités nationales et internationales pour pouvoir échanger de l'information avec elles et tirer des enseignements de leurs expériences.

20 Voir « Phénomènes nouveaux ayant une incidence sur le système financier » dans la livraison de décembre 2015 de la *Revue du système financier*.

Bibliographie

Ang, A., S. Gorovyy et G. van Inwegen (2011). *Hedge Fund Leverage*, document de travail n° 16801, National Bureau of Economic Research.

Bédard-Pagé, G., A. Demers, E. Tuer et M. Tremblay (2016). « Les grandes caisses de retraite publiques canadiennes sous l'angle du système financier », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 35-42.

Chapman, J., S. Lavoie et L. Schembri (2011). « Le financement de marché au Canada sort de l'ombre », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 33-44.

Christensen, I., G. Kumar, C. Meh et L. Zorn (2015). « L'évaluation des vulnérabilités du système financier canadien », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 43-53.

Coletti, D., M-A. Gosselin et C. MacDonald (2016). « La montée des sociétés de financement hypothécaire au Canada : avantages et vulnérabilités », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison, p. 45-61.

Conseil de stabilité financière (2013). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, août.

Dreff, N. (2010). « Prêt de titres et liquidité des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-54.

Fontaine, J.-S., C. Garriott et K. Gray (2016). « Le financement par titres et la liquidité du marché obligataire », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 43-50.

Foucher, I., et K. Gray (2014). « Les fonds négociés en bourse : évolution des avantages, des vulnérabilités et des risques », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 43-53.

Garriott, C., et K. Gray (2016). *Canadian Repo Market Ecology*, document d'analyse du personnel n° 2016-8, Banque du Canada.

Gravelle, T., T. Grieder et S. Lavoie (2013). « Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 59-68.

Kamhi, N., et E. Tuer (2007). « Le point sur le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 14-17.

Morrow, R. (1995). « Les opérations de pension et les prêts de valeurs mobilières au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 61-70.

Ramirez, S., J. Sierra Jimenez et J. Witmer (2015). « Les fonds communs de placement canadiens à capital variable : évaluation des vulnérabilités potentielles », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 55-64.

Witmer, J. (2012). *Does the Buck Stop Here? A Comparison of Withdrawals from Money Market Mutual Funds with Floating and Constant Share Prices*, document de travail du personnel n° 2012-25, Banque du Canada.

La montée des sociétés de financement hypothécaire au Canada : avantages et vulnérabilités

Don Coletti, Marc-André Gosselin et Cameron MacDonald

- La structure du marché hypothécaire canadien a changé au cours de la dernière décennie : les acteurs non traditionnels, comme les sociétés de financement hypothécaire, ont gagné en importance, et cette évolution s'explique en partie par les politiques gouvernementales et par les avancées dans le domaine de l'informatique.
- Les sociétés de financement hypothécaire entretiennent avec les grandes banques une relation complexe, fondée tant sur la coopération que sur la concurrence. Si certaines banques comptent sur les sociétés de financement hypothécaire pour souscrire et administrer les prêts hypothécaires émis par les courtiers, les sociétés de financement hypothécaire comptent également sur les banques pour financer leur fonds de roulement et une bonne part de leurs prêts hypothécaires. Parallèlement, les sociétés de financement hypothécaire et les banques se disputent les prêts hypothécaires intermédiés par les courtiers.
- Les emprunteurs hypothécaires ont bénéficié de la présence des sociétés de financement hypothécaire, car l'intensification de la concurrence a fait baisser les taux hypothécaires et rendu le crédit plus disponible. Dans le même temps, certaines vulnérabilités du système financier se sont toutefois accentuées.
- Les sociétés de financement hypothécaire présentent un risque systémique qui est largement atténué par le fait que la plupart des crédits hypothécaires qu'elles accordent sont assurés et que leurs pratiques en tant que prêteurs sont influencées par la réglementation fédérale. Néanmoins, le rendement des prêts hypothécaires consentis par ces établissements est un aspect important, parce qu'il peut grandement influer sur l'accès au financement de ces sociétés et peser à terme sur leurs capitaux limités et leur liquidité conditionnelle, surtout en cas de ralentissement prononcé de l'économie et du marché du logement. La défaillance d'une grande société de financement hypothécaire ou son incapacité à financer de nouveaux prêts perturberaient le marché hypothécaire, ce qui pourrait amplifier les effets d'un tel ralentissement.
- Parce que les sociétés de financement hypothécaire dépendent de l'assurance garantie par l'État et des programmes de titrisation publique, elles devraient être plus touchées par les effets des mesures annoncées par le gouvernement fédéral au début d'octobre que les prêteurs traditionnels comme les banques ou les caisses d'épargne et de crédit.

- Comme les sociétés de financement hypothécaire ne sont pas directement soumises à la réglementation et à la supervision prudentielles, il demeure nécessaire de suivre de près l'évolution de leur modèle d'affaires et les effets que leurs activités pourraient avoir sur les vulnérabilités du système financier.

Introduction

Pendant longtemps, tout le processus d'obtention d'un prêt hypothécaire au Canada, de la demande initiale jusqu'à l'administration continue du remboursement, relevait d'une des institutions soumises à la réglementation et à la supervision prudentielles[1]. Depuis le milieu des années 1990, il s'agissait généralement d'une des six grandes banques, mais de nouveaux acteurs ont gagné en importance au cours de la dernière décennie et transformé le marché hypothécaire canadien[2].

De nouveaux prêteurs, par exemple les sociétés de financement hypothécaire (aussi appelées « sociétés de prêt hypothécaire »), les sociétés de placement hypothécaire et les investisseurs privés, ont accru leur présence sur le marché[3]. Les sociétés de financement hypothécaire sont des institutions financières qui n'acceptent pas de dépôts mais souscrivent et administrent des prêts hypothécaires intermédiés par des courtiers. Ces prêts sont financés principalement par la titrisation ou par des ventes directes de crédits hypothécaires à des tiers, essentiellement les six grandes banques. Les sociétés de financement hypothécaire administrent habituellement les prêts qu'elles souscrivent ou en externalisent l'administration à d'autres sociétés de financement hypothécaire.

Pour leur part, les sociétés de placement hypothécaire et les autres investisseurs privés s'intéressent généralement aux prêts hypothécaires personnalisés non assurés, qui ne peuvent être obtenus par les canaux traditionnels. Ces produits comprennent les prêts à risque, les prêts hypothécaires de second rang et les prêts hypothécaires à très court terme[4]. Les investisseurs des sociétés de placement hypothécaire prennent un plus grand risque et reçoivent donc de meilleurs rendements. Si les sociétés de placement hypothécaire et les investisseurs privés occupent encore une petite partie du marché hypothécaire résidentiel canadien, les sociétés de financement hypothécaire ont, quant à elles, pris de l'importance.

Le présent rapport donne un aperçu de la place accrue des sociétés de financement hypothécaire sur le marché hypothécaire canadien. Nous analysons le modèle d'affaires des sociétés de financement hypothécaire, et décrivons la relation complexe que ces sociétés entretiennent avec les banques et les avantages qu'elles procurent aux emprunteurs. Enfin, nous évaluons comment leur présence dans la chaîne du crédit hypothécaire influe sur les vulnérabilités du système financier[5].

---

1 La prépondérance des six grandes banques a commencé durant la période de consolidation qui a suivi l'adoption de la *Loi sur les banques* de 1992, lorsque ces établissements ont acquis presque toutes les sociétés de fiducie. Voir Freedman (1998).

2 Voir Crawford, Meh et Zhou (2013) pour une analyse approfondie du marché hypothécaire canadien.

3 Voir l'Encadré 2 dans la *Revue du système financier* de juin 2015 publiée par la Banque du Canada.

4 Certaines sociétés de placement hypothécaire offrent des prêts conjoints, c'est-à-dire qu'elles consentent un prêt de second rang de concert avec un prêt de premier rang accordé par un prêteur traditionnel. Bien que les frais d'intérêt soient élevés, ce produit permet aux emprunteurs dont la mise de fonds est inférieure à 20 % de ne pas avoir à contracter une assurance hypothécaire.

5 Une vulnérabilité est une condition préexistante susceptible d'amplifier les chocs et de les propager à l'ensemble du système financier, au point de faire monter le risque systémique. Voir Christensen et autres (2015) pour en savoir davantage sur l'approche adoptée par la Banque pour le suivi des vulnérabilités du système financier.

La structure en évolution du marché hypothécaire canadien

Au Canada, le processus standard pour obtenir un prêt hypothécaire résidentiel est relativement simple. Le plus souvent, l'emprunteur commence par déposer une demande auprès d'une banque ou d'une coopérative d'épargne et de crédit (amorce). Un dossier est monté, et l'institution évalue le risque de crédit du demandeur et la valeur de la propriété (souscription). S'il est approuvé, le prêt hypothécaire est généralement financé par les dépôts faits auprès de l'institution (financement). La même institution se charge la plupart du temps de l'administration du remboursement du prêt hypothécaire (administration).

Le marché hypothécaire résidentiel canadien est encore largement dominé par les institutions traditionnelles et caractérisé par ce processus standard. Néanmoins, depuis la fin des années 1990, les sociétés de financement hypothécaire participent de plus en plus aux activités de souscription et d'administration des prêts hypothécaires.

La Société financière MCAP, première société de financement hypothécaire au Canada, a été constituée en 1997 comme filiale en propriété exclusive de Mutual Trust (un établissement financier sous réglementation fédérale) pour gérer la division des crédits au logement du groupe. En 1998, MCAP a été détachée et constituée en entité indépendante autorisée à émettre, échanger et administrer des prêts hypothécaires pour une gamme élargie de sociétés[6].

Au début des années 2000, First National Income Trust (rebaptisée Financière First National) est devenue la deuxième société de financement hypothécaire à entrer sur le marché. Les deux sociétés ont connu une croissance rapide de 1999 à 2007 : l'encours de leurs prêts hypothécaires est passé de 5 à 60 milliards de dollars (part de marché d'environ 1 % à quelque 7 %). Plusieurs autres sociétés de financement hypothécaire sont apparues depuis 2007, dont la Paradigm Quest Incorporated/Merix Financial et la Corporation financière Street Capital. La part de marché globale de ces quatre sociétés de financement hypothécaire a dépassé 12 % en 2015 (**Graphique 1**)[7]. Bien que l'activité soit concentrée dans quelques grandes entités, des sociétés de financement hypothécaire de plus petite taille, notamment la Financière Radius, la Financière CMLS et la Canadiana Financial Corporation, sont aussi des prêteurs actifs.

La montée des sociétés de financement hypothécaire au Canada a été soutenue à la fois par les politiques gouvernementales destinées à intensifier la concurrence sur le marché hypothécaire et par certaines avancées dans le domaine de l'informatique. Facteur plus important, l'existence de programmes d'assurance hypothécaire garantie par l'État et de programmes de titrisation publique a renforcé la viabilité du modèle d'émission puis de cession du crédit utilisé par les sociétés de financement hypothécaire.

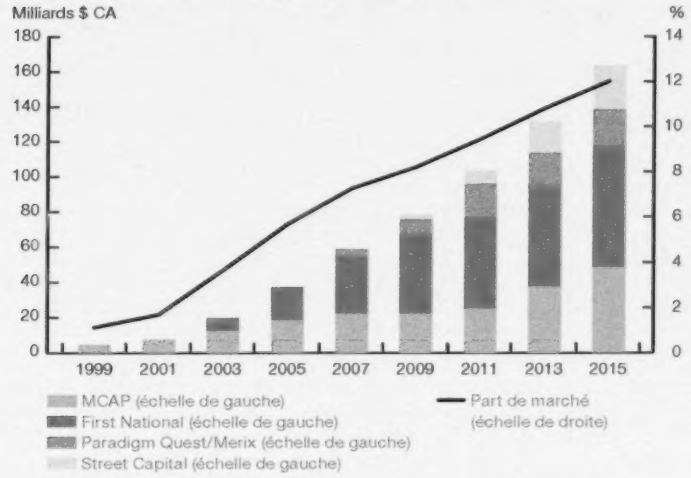
Parce qu'elle élimine le risque de crédit pour les investisseurs, l'assurance hypothécaire rehausse grandement l'attrait commercial des prêts hypothécaires, qu'ils soient vendus comme des prêts dans leur intégralité ou comme des instruments titrisés. Par conséquent, la vaste majorité des crédits hypothécaires consentis par les sociétés de financement hypothécaire

6 Renseignements tirés du site Internet de MCAP : www.mcap.com/a-propos-de-mcap/historique.

7 Les prêts hypothécaires administrés comprennent les prêts souscrits et administrés par les institutions elles-mêmes, et les prêts consentis par des sociétés de financement hypothécaire plus petites dont l'administration est confiée en sous-traitance à ces quatre établissements. Sauf indication contraire, les montants concernant les sociétés de financement hypothécaire mentionnés dans le présent rapport intègrent les données des quatre plus grandes sociétés de financement hypothécaire pour lesquelles est diffusée de l'information publique.

Graphique 1 : Les sociétés de financement hypothécaire ont gagné une part importante du marché de la souscription des prêts hypothécaires résidentiels depuis le début des années 2000

Part de marché des quatre principales sociétés de financement hypothécaire et valeur des prêts hypothécaires qu'elles administrent



Sources : rapports des sociétés de financement hypothécaire, Standard & Poor's et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015

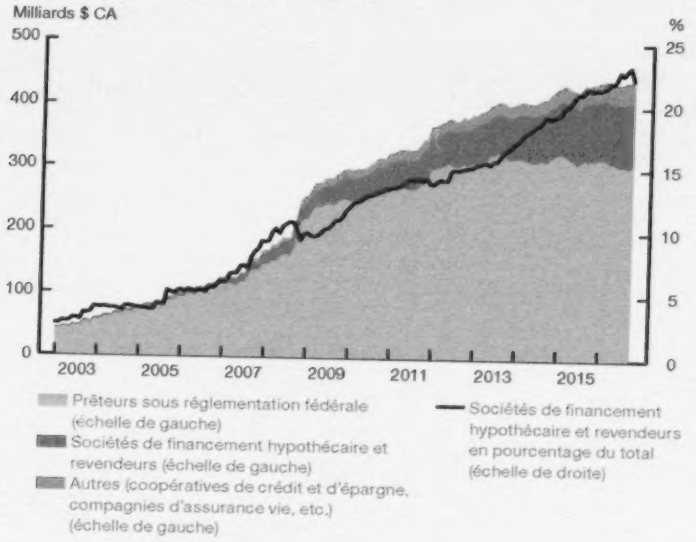
sont assurés, que ce soit dès le départ, pris séparément, ou après coup par l'assurance de portefeuille. Comme celles des autres prêteurs qui ont recours à l'assurance hypothécaire garantie par l'État, les pratiques de souscription des sociétés de financement hypothécaire sont soumises à des exigences fédérales qui limitent le risque de crédit porté par les contribuables. Ces exigences sont analysées en détail plus loin, dans la section où nous examinons l'incidence des lignes directrices du Bureau du surintendant des institutions financières.

La croissance des programmes de titrisation publique a aussi contribué au succès des sociétés de financement hypothécaire[8]. L'attrait commercial accru des titres hypothécaires émis en application de la *Loi nationale sur l'habitation* (titres LNH) et des Obligations hypothécaires du Canada (OHC) par rapport aux prêts hypothécaires a eu une influence déterminante sur le bassin d'investisseurs des sociétés de financement hypothécaire, qui s'est élargi pour inclure les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et d'autres gestionnaires de patrimoine. En particulier, la garantie de paiement ponctuel des intérêts et du capital offerte par la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) a éliminé le risque de paiement pour les investisseurs achetant des titres LNH. En outre, le programme des OHC, lancé en 2001, a éliminé le risque résiduel de remboursement anticipé dans la mesure où les rentrées de fonds mensuelles fournies par les titres LNH sont converties en paiements obligataires.

8 La titrisation hypothécaire consiste à convertir des prêts hypothécaires illiquides en titres négociables. La titrisation publique constitue une source de financement économique pour les prêteurs hypothécaires. Par exemple, Mordel et Stephens (2015) estiment que l'avantage des Obligations hypothécaires du Canada en termes de coût de financement global par rapport à la deuxième option de titrisation privée la moins chère est de 28 à 51 points de base.

Graphique 2 : **Les titres émis par les sociétés de financement hypothécaire représentent une part croissante de l'encours des titres LNH**

Encours des titres LNH par type d'émetteurs



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2016

Par ailleurs, les changements apportés aux programmes de titrisation ces dernières années ont favorisé les petits prêteurs, comme les sociétés de financement hypothécaire. En 2013, la SCHL a commencé à imposer un plafond annuel sur le montant des émissions de titres LNH et fait en sorte que celles-ci soient réparties à parts égales entre les participants au programme, peu importe leur taille (SCHL, 2013). Depuis 2007, l'encours des titres LNH émis par les sociétés de financement hypothécaire ou les revendeurs de créances hypothécaires[9] est passé de 15 à 100 milliards de dollars (de 9 % à 22 % de l'encours des titres LNH) (**Graphique 2**).

Les innovations technologiques apportées au processus d'émission et de souscription des prêts hypothécaires et à leur administration ont également joué un rôle non négligeable dans la montée des sociétés de financement hypothécaire. La souscription, par exemple, était traditionnellement une formalité qui reposait entièrement sur de la documentation papier et qui faisait intervenir de nombreux intermédiaires. Les sociétés de financement hypothécaire ont amélioré ce processus au moyen de services de gestion documentaire, d'une automatisation poussée, de systèmes sans papier hautement intégrés et de plateformes Web conviviales pour les clients. Les prêteurs qui ont réussi à mettre en œuvre ces innovations sont en mesure d'offrir de meilleurs services aux emprunteurs, et cela a également contribué à accroître la part de marché de ces sociétés. L'un des changements importants est l'utilisation plus répandue d'Internet par les consommateurs pour comparer les produits et les taux d'intérêt hypothécaires. Selon les résultats de l'enquête auprès des emprunteurs hypothécaires réalisée en 2016 par

9 Les revendeurs de créances hypothécaires sont un intermédiaire de plus entre les sociétés de financement hypothécaire et les acheteurs d'instruments titrisés. Ces revendeurs sont particulièrement importants pour les petites sociétés de financement hypothécaire qui ne peuvent émettre elles-mêmes des titres hypothécaires LNH. Parmi les cinq grands revendeurs au Canada, quatre sont des maisons de courtage des six grandes banques; l'autre, Merrill Lynch, est la filiale de courtage d'une banque étrangère.

la SCHL, près des trois quarts des emprunteurs ont fait des recherches en ligne pour obtenir de l'information sur les différentes options et modalités des produits hypothécaires, et près de la moitié de ces emprunteurs ont consulté des sites où ils pouvaient comparer les taux d'intérêt. Les sociétés de financement hypothécaire s'en sortent très bien dans ce contexte, car leurs prix sont généralement transparents et concurrentiels.

Le rôle des sociétés de financement hypothécaire sur le marché hypothécaire

Dans la présente section, nous analysons plus en détail le modèle d'affaires des sociétés de financement hypothécaire; nous décrivons la relation qu'elles entretiennent avec les courtiers hypothécaires et les banques, et les avantages qu'elles procurent aux emprunteurs hypothécaires. Il est également important de comprendre ce modèle d'affaires pour évaluer l'incidence potentielle des sociétés de financement hypothécaire sur les vulnérabilités du système financier.

Le canal des courtiers hypothécaires

Au Canada, lorsque les emprunteurs cherchent un prêt hypothécaire, ils essaient souvent d'obtenir un taux d'intérêt inférieur aux taux publiés par les grandes banques. Cette démarche profite aux prêteurs, qui peuvent ainsi, d'une part, tirer une marge bénéficiaire plus élevée des emprunteurs moins à même ou moins désireux de comparer ce qui leur est offert, et, d'autre part, demeurer concurrentiels auprès des emprunteurs qui obtiennent des propositions de différents prêteurs. Cette caractéristique du marché des taux hypothécaires est décrite par Allen, Clark et Houde (2014), qui montrent qu'une partie importante de la dispersion des taux hypothécaires au Canada est attribuable aux différences observées dans les efforts de prospection et le pouvoir de négociation des emprunteurs.

Plutôt que de négocier individuellement leur taux d'intérêt, les emprunteurs peuvent choisir d'engager un courtier qui cherchera le meilleur taux pour eux. Allen, Clark et Houde montrent également que, parmi ce groupe d'emprunteurs, la dispersion des taux hypothécaires causée par le pouvoir de négociation est beaucoup plus limitée.

Par conséquent, le marché hypothécaire canadien est pour l'essentiel segmenté entre le canal des courtiers, où les emprunteurs sensibles aux prix sont en mesure d'obtenir un taux d'intérêt concurrentiel, et le canal bancaire direct, où la capacité et la volonté de négocier des emprunteurs jouent un rôle majeur. Fait notable, d'autres facteurs que le niveau des taux hypothécaires pourraient pousser les emprunteurs à choisir le canal bancaire direct. Par exemple, les emprunteurs peuvent attacher de l'importance aux réductions de prix qui leur sont offertes lorsqu'ils regroupent tous leurs services dans une même institution. Ils peuvent également accorder de l'importance à la commodité que leur procure la possibilité de faire toutes leurs opérations bancaires au même endroit ou juger que le coût des efforts de prospection est trop élevé.

Les courtiers permettent aux emprunteurs de recevoir de multiples propositions à moindre coût et facilitent également la participation de prêteurs comme les sociétés de financement hypothécaire qui n'ont pas de réseau de succursales. En conséquence, les emprunteurs qui passent par des

courtiers tendent à avoir accès à un plus grand nombre de prêteurs potentiels, tant les prêteurs traditionnels que les établissements sans succursales qui traitent uniquement avec des courtiers.

Caractéristiques des emprunteurs qui passent par les courtiers

Dans les régions où les prix des logements sont élevés par rapport aux revenus, les emprunteurs doivent contracter de gros prêts hypothécaires. Le montant de leur emprunt risque davantage d'être restreint par les lignes directrices sur la souscription ou les règles de l'assurance hypothécaire qui plafonnent les paiements hypothécaires et les coûts de logement en fonction du revenu (exigences au titre du service de la dette). Ces emprunteurs sont donc très sensibles aux prix et plus portés à passer par un courtier afin d'obtenir le meilleur taux possible. Cette caractéristique transparaît dans les prêts hypothécaires assurés consentis par les sociétés de financement hypothécaire : contrairement aux prêteurs traditionnels, ces sociétés accordent des prêts en plus grande proportion à des emprunteurs dont le ratio prêt/revenu et le ratio du service de la dette sont plus élevés (**Encadré 1**).

La relation entre les banques et les sociétés de financement hypothécaire : coopération et concurrence

Le recul de la participation directe des grandes banques à l'activité de courtage est un phénomène important qui a suivi l'arrivée des sociétés de financement hypothécaire[10]. La majorité des grandes banques accèdent plutôt indirectement au canal des courtiers en acquérant des prêts hypothécaires auprès des sociétés de financement hypothécaire ou en concluant des contrats d'impartition avec ces sociétés. Les achats de prêts hypothécaires prennent généralement l'une des deux formes ci-après : soit une banque (ou un autre acquéreur) s'engage au préalable à acheter des prêts hypothécaires pour un certain montant, prêts qui sont alors financés par l'acheteur lorsque la transaction est conclue; soit ces crédits hypothécaires sont financés par une société de financement hypothécaire à la conclusion de la transaction, puis vendus par la suite. Dans ce deuxième cas de figure, les prêts hypothécaires doivent être temporairement « hébergés » avant d'être vendus. Dans l'ensemble, environ 6 % de l'encours des crédits hypothécaires souscrits par les sociétés de financement hypothécaire sont hébergés à un moment ou à un autre, bien que des différences considérables existent entre les sociétés de financement hypothécaire. Ces opérations d'hébergement sont financées principalement par des véhicules d'émission de papier commercial adossé à des actifs (PCAA) et les lignes de crédit que les sociétés de financement hypothécaire obtiennent habituellement auprès de plusieurs banques[11].

Les banques peuvent choisir, pour différentes raisons, d'externaliser l'émission et l'administration des prêts hypothécaires intermédiés par des courtiers en confiant ces missions à des sociétés de financement hypothécaire. Une première raison, comme nous l'avons vu plus haut, tient au fait que de nombreuses sociétés de financement hypothécaire emploient

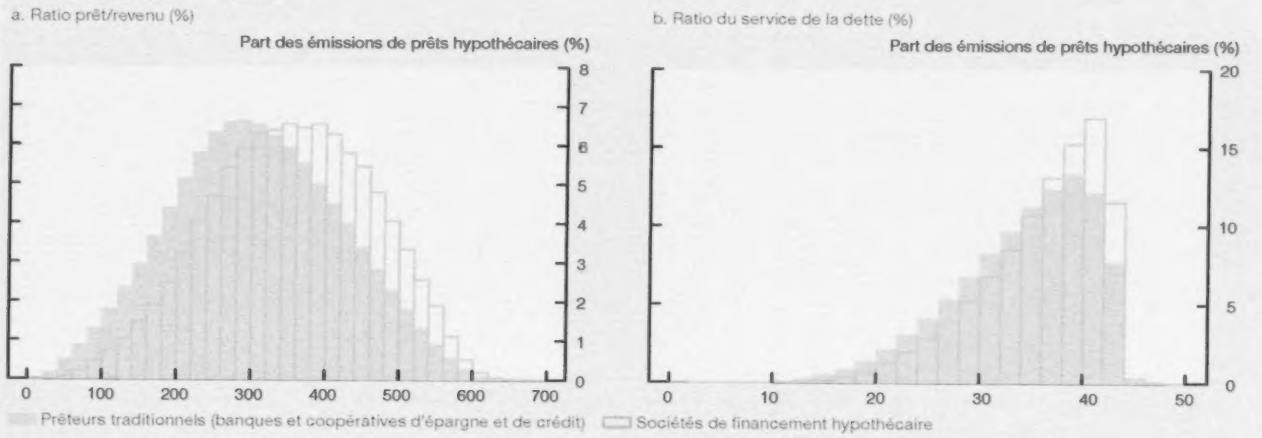
10 Au cours de la dernière décennie, la Banque de Montréal (2007), la HSBC (2010) et la Banque CIBC (2012) se sont retirées du courtage immobilier ou y ont nettement réduit leur présence. La Banque Royale ne participe plus au courtage immobilier depuis plus de dix ans.

11 Les sociétés de financement hypothécaire utilisent, comme source de financement souple, des véhicules de titrisation du PCAA qui sont administrés par les grandes banques pour l'hébergement à court terme de prêts hypothécaires. Comparativement aux titres LNH et aux OHC, le financement par PCAA est relativement cher, car les sociétés de financement hypothécaire doivent déposer des garanties en espèces afin de rehausser le crédit, et verser des commissions d'engagement sur les parties non utilisées des facilités de crédit mises à disposition.

Encadré 1

Les prêts hypothécaires assurés souscrits par les sociétés de financement hypothécaire présentent généralement un ratio prêt/revenu et un ratio du service de la dette élevés

Graphique 1-A : Caractéristiques des prêts hypothécaires assurés à ratio élevé émis par les sociétés de financement hypothécaire, 2013T1-2016T3



Sources : ministère des Finances du Canada et Banque du Canada

Dernière observation : 2016T3

Le **Tableau 1-A** compare les caractéristiques des emprunteurs hypothécaires médians des sociétés de financement hypothécaire à celles des emprunteurs qui s'adressent aux prêteurs traditionnels (banques et coopératives d'épargne et de crédit). Cette comparaison est faite en s'appuyant sur les crédits hypothécaires qui présentent un haut ratio prêt/revenu, émis pendant la période allant du premier trimestre de 2013 au troisième trimestre de 2016[1].

D'une part, les taux des prêts en souffrance sont d'ordinaire beaucoup plus bas chez les sociétés de financement hypothécaire que chez les prêteurs traditionnels[2]. Les sociétés de financement hypothécaire consentent également des crédits à des emprunteurs aux revenus plus élevés, revenus qui constituent souvent un bon indicateur de la stabilité d'emploi. D'autre part, comparativement aux prêts hypothécaires émis par les prêteurs traditionnels, les prêts souscrits par les sociétés de financement hypothécaire sont généralement plus importants, et les coûts connexes du service de la dette plus élevés par rapport aux revenus de l'emprunteur.

En outre, comme le montre le **Graphique 1-A**, les prêts hypothécaires assurés sont plus susceptibles de présenter un ratio prêt/revenu et un ratio du service de la dette particulièrement élevés lorsqu'ils sont souscrits par les sociétés de financement hypothécaire plutôt que par les prêteurs traditionnels. La proportion de crédits hypothécaires émis

(suite à la page suivante)

Tableau 1-A : Caractéristiques des emprunteurs hypothécaires médians
2013T1-2016T3

	Prêteurs traditionnels[a]	Sociétés de financement hypothécaire
Pointage de crédit	739	742
Taux de prêts en souffrance depuis 90 jours[b] (%)	0,28	0,14
Revenu des ménages (annuel)	80 912 $	84 404 $
Ratio prêt/revenu	304	357
Ratio du service de la dette (%)	35,3	37,2

a. Banques et caisses d'épargne et de crédit

b. Taux fondé uniquement sur les prêts hypothécaires contenus dans les blocs de titres LNH au quatrième trimestre de 2015

Sources : ministère des Finances du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement et calculs de la Banque du Canada

1 L'ensemble de données comprend toutes les émissions de prêts hypothécaires à ratio élevé (rapport prêt-valeur supérieur à 80 %) assurés par Genworth, la Société canadienne d'hypothèques et de logement et Canada Guarantee.

2 Les taux de prêts en souffrance sont un indicateur des tensions financières plutôt que des vulnérabilités. Pour une analyse plus approfondie, voir la *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin 2016, page 13).

Encadré 1 (*suite*)

par les sociétés de financement hypothécaire présentant un ratio prêt/revenu supérieur à 450 % ou un ratio total du service de la dette au-dessus de 42 % est de 29 %, contre 18 % pour les prêteurs traditionnels[3].

Ces résultats peuvent s'expliquer en partie par les différences dans la distribution géographique des émissions de prêts hypothécaires assurés à ratio élevé. Près du quart des émissions des sociétés de financement hypothécaire, soit 22 %, sont concentrées à Vancouver et à Toronto, des marchés où les ratios moyens prêt/revenu et du service de la dette sont plus importants, alors qu'elles ne concernent que 12 % des crédits hypothécaires accordés par les prêteurs traditionnels. Cela dit, même à Vancouver et à Toronto, les prêts hypothécaires consentis par les sociétés de financement hypothécaire sont plus susceptibles de présenter un ratio prêt/revenu et un ratio du service de la dette plus élevés[4].

3 Le ratio prêt/revenu est une mesure établie tout au long du cycle qui sert à évaluer la vulnérabilité des ménages endettés. Cette mesure est particulièrement utile lorsque les taux d'intérêt se situent à des creux historiques et que les prix des logements atteignent des niveaux record. Un ratio élevé est associé à la probabilité accrue que les ménages considérés éprouvent des difficultés financières, lesquelles entraîneraient des arriérés dans le remboursement des dettes.

4 La part des prêts hypothécaires émis par les sociétés de financement hypothécaire à Vancouver et à Toronto assortis d'un ratio prêt/revenu ou d'un ratio du service de la dette élevé est de 44 %, contre 38 % dans le cas des prêteurs traditionnels. Les limites de chaque ville correspondent aux bornes de la région métropolitaine de recensement définie par Statistique Canada.

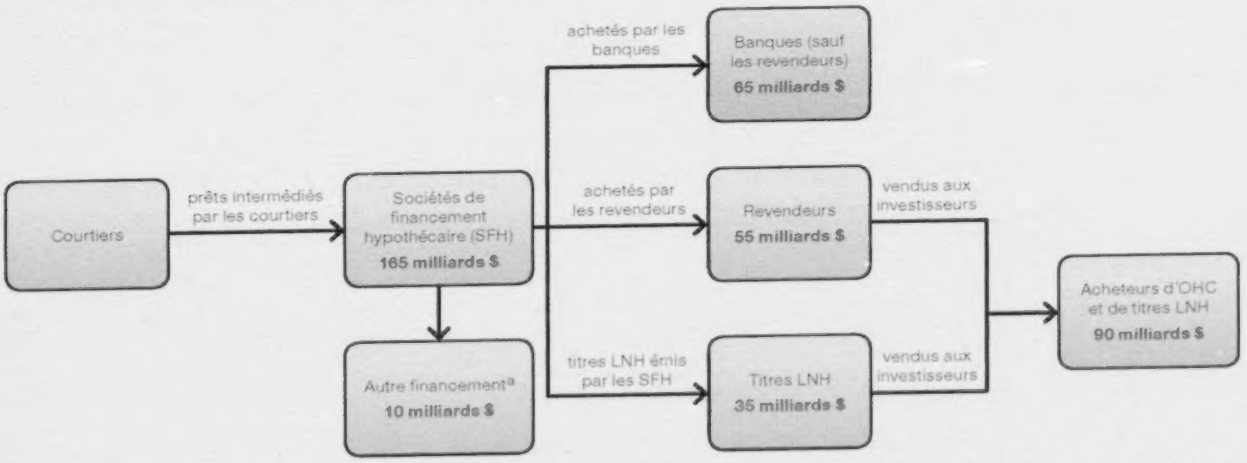
des technologies qui ont nettement amélioré l'efficience de l'émission et de l'administration des prêts hypothécaires intermédiés par des courtiers. Ces technologies réduisent le temps requis pour prendre des décisions en matière de souscription et font baisser les coûts. Il peut donc être plus profitable pour certaines banques de confier ces activités à des sociétés de financement hypothécaire que de mettre en œuvre ces technologies à l'interne. Deuxièmement, il est plus facile pour les banques d'accroître ou de réduire le montant des prêts hypothécaires qu'elles achètent des sociétés de financement hypothécaire que de modifier le volume de leurs opérations internes. Bien que cette possibilité soit avantageuse pour une banque qui voudrait restreindre ses activités sur le marché du logement en cas de ralentissement, cette option peut constituer une vulnérabilité pour les sociétés de financement hypothécaire (ce point est analysé plus loin, dans la section que nous consacrons à la concentration des sources de financement de ces sociétés). Troisièmement, les banques peuvent recourir aux sociétés de financement hypothécaire pour avoir accès aux emprunteurs dans des régions où elles sont moins présentes.

Les sociétés de financement hypothécaire et les programmes de titrisation publique

Les achats directs effectués par les banques représentent environ 40 % du financement des sociétés de financement hypothécaire; la plupart des prêts hypothécaires émis par ces sociétés sont cependant financés par les programmes des titres LNH et des OHC (**Figure 1**). Les titres LNH émis par les sociétés de financement hypothécaire ou les revendeurs de créances hypothécaires sont vendus soit directement à des investisseurs, soit à la Fiducie du Canada pour l'habitation, qui les transforme en OHC. Une partie de ces titres LNH et de ces OHC sont achetés par les grandes banques pour leurs besoins en liquidité conditionnelle, mais l'essentiel est acheté par une vaste gamme d'investisseurs non bancaires, notamment des caisses de retraite, des gestionnaires de patrimoine et des compagnies d'assurance. Par exemple, en 2015, environ les trois quarts des acquisitions d'OHC

Figure 1 : Financement des prêts hypothécaires souscrits par les sociétés de financement hypothécaire

Sources de financement estimatives au quatrième trimestre de 2015 (les flèches indiquent le mouvement des prêts hypothécaires)



a. Les autres sources de fonds comprennent le papier commercial adossé à des actifs, les lignes de crédit bancaire et les capitaux propres des sociétés de financement hypothécaire.

Sources : rapports établis par les sociétés de financement hypothécaire; Standard & Poor's; Dominion Bond Rating Service; Société canadienne d'hypothèques et de logement; et calculs de la Banque du Canada

ont été faites par des investisseurs non bancaires[12]. Ainsi, les activités de financement des sociétés de financement hypothécaire sont dans une large mesure réalisées hors du circuit des banques.

Globalement, la relation qu'entretiennent les banques et les sociétés de financement hypothécaire est fondée à la fois sur la coopération et sur la concurrence. D'une part, les sociétés de financement hypothécaire servent d'extension aux grandes banques qui ont choisi d'externaliser certains services de crédit hypothécaire que les sociétés de financement hypothécaire peuvent offrir avec plus d'efficience. En outre, certaines opérations des sociétés de financement hypothécaire dépendent des lignes de crédit accordées par les grandes banques. D'autre part, comme il est possible d'obtenir du financement à faible coût par l'intermédiaire des programmes de titrisation publique, les sociétés de financement hypothécaire sont en mesure de financer les prêts hypothécaires sans recourir aux banques et contribuent à renforcer la concurrence sur le marché hypothécaire.

Toutefois, parce qu'elles comptent sur les programmes d'assurance hypothécaire et de titrisation soutenus par l'État, les sociétés de financement hypothécaire sont relativement plus vulnérables que les prêteurs traditionnels quand certains aspects des politiques gouvernementales sont modifiés. En particulier, une réduction de la disponibilité de ces programmes ou une augmentation des droits toucheraient plus profondément les sociétés

12 Voir *Les Trois piliers du Programme des Obligations hypothécaires du Canada* (SCHL, 15 août 2016) à l'adresse www.cmhc-schl.gc.ca/fr/clfihaclin/in/obhyca/upload/canada-mortgage-bonds-fact-sheet-aug-15-2016-fr.pdf.

Encadré 2

Répercussions des changements apportés récemment aux règles de l'assurance hypothécaire

En octobre 2016, les autorités canadiennes ont annoncé des changements aux règles de l'assurance hypothécaire. Ces modifications ont pour objet d'agir sur les niveaux élevés d'endettement des ménages et de contribuer à la stabilité à long terme du marché du logement[1]. Bien qu'ils ne visent pas les sociétés de financement hypothécaire ni d'autres prêteurs en particulier, ces changements toucheront davantage les sociétés de financement hypothécaire et les banques de petite taille que les prêteurs traditionnels.

Depuis le 17 octobre 2016, tous les emprunteurs contractant un prêt hypothécaire assuré à ratio élevé, à échéance fixe de cinq ans ou à plus longue échéance, doivent pouvoir obtenir une assurance hypothécaire à un taux d'intérêt correspondant au plus élevé des taux suivants : celui prévu par leur contrat hypothécaire ou celui des prêts hypothécaires ordinaires de cinq ans publié par la Banque du Canada. Toutes choses égales par ailleurs, 43 % des prêts hypothécaires assurés à haut ratio qui ont été émis par les sociétés de financement hypothécaire entre le quatrième trimestre de 2015 et le troisième trimestre de 2016 n'auraient pu être assurés aux termes des nouvelles règles, contre 27 % des prêts hypothécaires provenant des prêteurs traditionnels.

Depuis le 30 novembre 2016, les prêts hypothécaires assurés par des prêteurs au moyen d'une assurance de portefeuille ou d'un autre type d'assurance hypothécaire discrétionnaire visant des prêts à rapport prêt-valeur faible doivent satisfaire aux critères qui ne s'appliquaient auparavant qu'aux prêts hypothécaires assurés à ratio élevé. En outre, les prêts hypothécaires refinancés ne sont plus assurables dans le cadre de l'assurance de portefeuille. Ces changements comportent nombre d'aspects qui pourraient peser sur les activités des sociétés de financement hypothécaire. Par exemple, la période d'amortissement maximale de 25 ans qui s'applique désormais aux prêts hypothécaires assurés au moyen d'une assurance de portefeuille aurait touché 59 % des prêts couverts par ce genre d'assurance consentis par les sociétés de financement hypothécaire au cours de la dernière année, comparativement à 38 % des prêts consentis par les prêteurs traditionnels.

Par ailleurs, la possibilité (actuellement à l'étude) de faire porter une partie des risques par les prêteurs dans le cadre de l'assurance hypothécaire pourrait aussi toucher les sociétés de financement hypothécaire de manière disproportionnée. Si les prêteurs traditionnels sont déjà habitués à la gestion du risque de défaut de paiement sur les crédits hypothécaires et pourraient s'adapter assez facilement au partage des risques, les sociétés de financement hypothécaire devraient quant à elles modifier sensiblement leur modèle d'affaires pour intégrer un mécanisme de partage des risques. En définitive, les répercussions que la mise en commun des risques aura pour les sociétés de financement hypothécaire dépendront de la structure du mécanisme de partage des risques et de la réaction des participants au marché.

1 Pour en savoir davantage, voir Canada, ministère des Finances (2016).

de financement hypothécaire que les prêteurs traditionnels. Les changements annoncés par le gouvernement fédéral au début d'octobre ont fait ressortir cette vulnérabilité (**Encadré 2**)[13].

Les sociétés de financement hypothécaire et les lignes directrices du BSIF sur la souscription

Compte tenu de la montée en force des sociétés de financement hypothécaire, une proportion accrue des prêts hypothécaires sont désormais souscrits par des institutions qui ne sont pas directement soumises à la réglementation ou à la supervision prudentielles. Toutefois, comme la plupart des prêts hypothécaires souscrits par les sociétés de financement hypothécaire finissent par être assurés et sont soit titrisés dans le cadre des programmes des titres LNH ou des OHC, soit vendus à des prêteurs sous réglementation fédérale, ils sont visés par les lignes directrices B-20 et B-21

13 Les autres changements apportés récemment aux programmes gouvernementaux sont la hausse des droits de cautionnement pour les programmes des titres LNH et des OHC et les nouvelles règles interdisant le placement des prêts hypothécaires assurés dans des véhicules de titrisation qui ne sont pas garantis par la SCHL, comme les véhicules d'émission de PCAA (les deux modifications ont pris effet en juillet 2016).

du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF)[14]. Selon ces lignes directrices, les institutions financières fédérales doivent respecter les principes fondamentaux d'une souscription prudente, et les mêmes principes s'appliquent aux prêts hypothécaires achetés auprès de sociétés de financement hypothécaire.

De plus, le BSIF a récemment fait le point sur ses attentes concernant la souscription des prêts hypothécaires résidentiels et des produits d'assurance hypothécaire[15]. Le BSIF veillera encore davantage à vérifier que les institutions financières fédérales observent des pratiques prudentes en matière de souscription de prêts hypothécaires, et que leurs mesures de contrôle interne et leur gestion du risque sont saines et tiennent compte de l'évolution des marchés. Plus précisément, il resserrera la surveillance qu'il exerce à l'égard de la vérification des revenus et de l'emploi des emprunteurs, de la diligence raisonnable montrée dans le cas des prêts non conformes, de la mise à l'épreuve de la capacité des emprunteurs à soutenir des chocs financiers, et des évaluations foncières. En outre, le BSIF s'attend à ce que les prêteurs et les assureurs de prêts hypothécaires sous réglementation fédérale vérifient régulièrement que leur propension à prendre des risques concorde dans une large mesure avec leurs pratiques en matière de souscription de prêts hypothécaires ou de produits d'assurance hypothécaire.

La rentabilité des sociétés de financement hypothécaire est tributaire de la vigueur du marché hypothécaire

Le contexte actuel marqué par une importante progression des prix des logements et de l'activité sur le marché hypothécaire a permis aux sociétés de financement hypothécaire d'être très rentables. En 2015, chacune des trois principales sociétés de financement hypothécaire a enregistré un taux de rendement de ses capitaux propres supérieur à 20 %. Cependant, comme il s'agit d'établissements monogammes, leurs sources de revenus sont fortement concentrées. En 2014 et en 2015, environ 55 % des revenus des trois principales sociétés de financement hypothécaire provenaient de la vente de prêts hypothécaires (déduction faite des commissions versées aux courtiers) ou des marges retenues sur les prêts hypothécaires titrisés. Par ailleurs, 30 % de leurs revenus provenaient des services d'administration des crédits hypothécaires. Ces revenus s'accumulent lentement pendant la durée des prêts hypothécaires et procurent des entrées de fonds stables aux sociétés de financement hypothécaire qui, sinon, dépendraient presque totalement des volumes d'émission de prêts. Le reste de leurs revenus (15 %) provenait de placements et d'autres sources.

Les vulnérabilités du système financier associées aux sociétés de financement hypothécaire

Le rôle élargi que jouent les sociétés de financement hypothécaire sur le marché hypothécaire a été à l'avantage des emprunteurs parce que la présence de ces établissements a renforcé la concurrence. Or ce rôle pourrait aussi amplifier certaines vulnérabilités du système financier. Dans cette section, nous

14 Par conséquent, les activités de presque toutes les sociétés de financement hypothécaire sont considérées comme intégrées au secteur réglementé et sont donc exclues de la mesure du secteur bancaire parallèle effectuée par la Banque. Voir le rapport de Chang et autres dans la présente livraison. Résumé de la ligne directrice B-20 (www.osfi-bsif.gc.ca/fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/gl-ld/pages/b20.aspx); ligne directrice B-21 (www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/fi-if/rg-ro/gdn-ort/gl-ld/Pages/b21.aspx).

15 Voir la lettre ouverte du BSIF aux institutions financières fédérales (juillet 2016), à l'adresse www.osfi-bsif.gc.ca/fra/Docs/rfmrm.pdf.

analysons les canaux par lesquels les sociétés de financement hypothécaire risqueraient, à cause de leur importance accrue, d'accentuer les effets d'un ralentissement prononcé de l'économie et du marché du logement[16].

En raison de la nature de leur modèle d'affaires, les sociétés de financement hypothécaire peuvent être plus exposées aux difficultés financières que les prêteurs traditionnels si survient un ralentissement marqué de l'économie et du marché du logement. En particulier, les sociétés de financement hypothécaire a) accordent comparativement plus de crédits que les prêteurs traditionnels à des emprunteurs qui sont dans une situation financière difficile, b) disposent de niveaux moins élevés de capital et de liquidité conditionnelle, et c) ont des sources de financement plus grandement concentrées.

Les prêts hypothécaires souscrits par les sociétés de financement hypothécaire sont plus concentrés parmi les emprunteurs soumis à de fortes contraintes financières

Comme le montre l'**Encadré 1**, les sociétés de financement hypothécaire tendent beaucoup plus que les prêteurs traditionnels à consentir du financement à des emprunteurs dont le ratio prêt/revenu et le ratio du service de la dette sont élevés. En cas de ralentissement prononcé de l'économie et du marché du logement, ces emprunteurs, qui sont déjà dans une situation financière difficile, risquent davantage de se retrouver en défaut de paiement ou d'être forcés de vendre leur propriété. Toutefois, puisque les sociétés de financement hypothécaire ne conservent pas les risques associés à la plupart des prêts hypothécaires qu'elles souscrivent, les pertes éventuelles seront essentiellement absorbées par les assureurs hypothécaires qui font affaire avec elles. Le rendement des crédits hypothécaires des sociétés de financement hypothécaire demeure un facteur important, car il peut influer sur l'accès de ces sociétés au financement et, à terme, peser sur leurs ressources limitées en capital et en liquidité conditionnelle.

Les sociétés de financement hypothécaire ont de faibles niveaux de capital et de liquidité conditionnelle

Le modèle d'émission puis de cession de prêts des sociétés de financement hypothécaire a créé des niveaux de capital et de liquidité conditionnelle plus faibles chez ces établissements qu'au sein des prêteurs traditionnels. Les sociétés de financement hypothécaire ont généralement des ressources en capital de l'ordre de 40 à 90 cents pour chaque tranche de 100 dollars de crédits hypothécaires souscrits. Comme la vaste majorité des crédits souscrits par ces sociétés sont assurés et que celles-ci conservent une part relativement mineure des prêts hypothécaires dans leur bilan, cette stratégie s'est révélée fructueuse dans le contexte actuel caractérisé par un taux de défaut de paiement historiquement bas.

Toutefois, ces faibles niveaux de capital et de liquidité conditionnelle pourraient se révéler plus problématiques en période de ralentissement prononcé de l'économie et du marché du logement. Plus précisément, les émetteurs de titres LNH sont tenus de rétribuer leurs investisseurs, qu'ils reçoivent à temps ou non les flux de paiement des emprunteurs. Pour protéger le programme contre les défauts des prêteurs, la SCHL impose aux émetteurs de titres LNH une valeur nette minimale équivalant à 2 % de l'encours des titres LNH en circulation. Il reste que si de nombreux prêts hypothécaires devenaient en souffrance au même moment, les liquidités

16 Pour une analyse détaillée de ce scénario de risque, voir le Risque 1 dans la livraison de juin 2016 de la *Revue du système financier*.

des sociétés de financement hypothécaire se trouveraient grandement sollicitées pendant le traitement des demandes de règlement d'assurance. De plus, les sociétés de financement hypothécaire pourraient être appelées à accroître rapidement leur capacité d'administration des prêts pour composer avec la hausse des arriérés de paiement et des rééchelonnements de prêts en cas de ralentissement très net.

Par ailleurs, les assureurs hypothécaires pourraient devenir plus vigilants lorsqu'ils traitent les demandes de règlement pendant les épisodes où les défauts de paiement se multiplient. En conséquence, les délais de traitement risquant de s'allonger, les liquidités des sociétés de financement hypothécaire seraient alors drainées. Les fonds propres de ces sociétés seraient également fortement sollicités si les assureurs devaient rejeter une proportion accrue des demandes de règlement, car les conventions d'achat conclues par les banques et les sociétés de financement hypothécaire autorisent généralement les banques à retourner les créances hypothécaires au cédant lorsque les demandes de règlement sont rejetées en raison de lacunes dans le processus de souscription. Par exemple, dans un scénario de ralentissement prononcé, mais plausible, de l'économie et de l'activité sur le marché du logement, un taux de refus des demandes de règlement qui passerait de moins de 1 % (le taux actuel) à 5 % induirait sur trois ans des pertes qui équivaudraient à environ 20 % du capital des sociétés de financement hypothécaire[17].

Les sociétés de financement hypothécaire ont en outre des expositions aux assureurs hypothécaires privés. L'assurance hypothécaire offerte par la SCHL est entièrement garantie par le gouvernement fédéral, mais celle qu'offrent les assureurs privés n'est garantie qu'à hauteur de 90 %. Du coup, les sociétés de financement hypothécaire pourraient subir des pertes importantes si l'un des assureurs privés faisait défaut et ne pouvait payer les demandes de règlement. La structure du capital des banques impose qu'elles détiennent des fonds pour faire face à cette éventualité, mais les sociétés de financement hypothécaire ne sont pas soumises à pareille exigence.

Les sociétés de financement hypothécaire ont des sources de financement plus largement concentrées

Si les prêteurs traditionnels financent les prêts hypothécaires au moyen de diverses sources — essentiellement par les dépôts des particuliers et le financement de gros, mais aussi par l'intermédiaire de la titrisation publique et des obligations sécurisées —, les sociétés de financement hypothécaire dépendent en revanche fortement de deux seules sources : le financement bancaire et les programmes de titrisation publique.

Comme il est souligné plus haut, les banques choisissent d'acheter des créances hypothécaires auprès de sociétés de financement hypothécaire en partie parce qu'elles peuvent assez facilement augmenter ou réduire ces achats. Quand l'économie va mal et que le marché du logement connaît un retournement, les banques pourraient être portées à réduire leurs acquisitions de créances hypothécaires afin de limiter rapidement leur exposition au

17 Le taux de perte sur les prêts hypothécaires utilisé dans ce calcul correspond à 150 % du taux de perte national moyen retenu dans le test de résistance réalisé dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier du Fonds monétaire international en 2013 (FMI, 2014). La majoration s'explique par le fait que les sociétés de financement hypothécaire tendent à souscrire proportionnellement beaucoup plus de prêts hypothécaires assortis d'un ratio prêt/revenu et d'un ratio du service de la dette élevés, et que leurs prêts sont davantage concentrés dans des régions où les conséquences d'une baisse probable des prix des logements préoccupent le plus.

marché hypothécaire tout en atténuant les répercussions de cette décision sur leurs relations avec leur clientèle. En outre, les banques pourraient relever le taux d'intérêt des lignes de crédit accordées aux sociétés de financement hypothécaire ou même réduire ces expositions[18]. Il serait donc plus coûteux pour les sociétés de financement hypothécaire de financer les crédits hypothécaires figurant dans leur bilan ou de financer leurs opérations.

De surcroît, les émetteurs de titres LNH sont tenus de maintenir en deçà de 1 % le taux des prêts en souffrance depuis 90 jours présents dans leurs blocs de créances hypothécaires. Si les prêts en souffrance venaient à dépasser ce seuil, les émetteurs n'auraient peut-être plus accès à de nouveaux cautionnements de titres LNH. Étant donné que les sociétés de financement hypothécaire concentrent davantage que les prêteurs traditionnels leur émission de prêts hypothécaires assurés dans des régions où le ratio prêt/revenu et le ratio du service de la dette sont élevés, il est plus probable que leurs blocs de créances hypothécaires atteignent le seuil de 1 % en cas de ralentissement. Perdre l'accès aux titres LNH serait un écueil sérieux pour la plupart des sociétés de financement hypothécaire et enverrait un mauvais signal aux autres institutions, qui pourraient alors réduire le volume des créances hypothécaires qu'elles achètent des sociétés de financement hypothécaire ou auprès d'autres prêteurs dont le profil de risque est jugé analogue.

Les difficultés financières d'une grande société de financement hypothécaire pourraient amplifier les effets d'un ralentissement du marché du logement

La défaillance d'une grande société de financement hypothécaire ou son incapacité à financer de nouveaux prêts perturberaient très largement le marché hypothécaire et pourraient amplifier les effets d'un ralentissement prononcé de l'économie ou de la croissance des prix sur le marché du logement.

Les sociétés de financement hypothécaire sont très présentes sur le marché de la titrisation. En effet, les titres LNH émis directement par ces établissements ou par des revendeurs forment plus du quart de la valeur de l'encours des prêts hypothécaires résidentiels titrisés. Bien que les détenteurs de titres LNH soient protégés contre le risque de défaut de paiement sur les prêts hypothécaires sous-jacents, l'incertitude entourant les paiements mensuels demeure, vu que la possibilité d'un remboursement anticipé du capital reste ouverte — y compris la liquidation attribuable à un défaut de l'emprunteur. Si les sociétés de financement hypothécaire subissaient une hausse disproportionnée des défauts, la demande des investisseurs à l'égard des instruments qu'elles proposent pourrait diminuer, ce qui ferait grimper les coûts de financement pour tous les émetteurs de titres LNH. De surcroît, les investisseurs pourraient traiter différemment les titres LNH émis par les banques et ceux des sociétés de financement hypothécaire : une telle différenciation finirait par dégrader la situation de trésorerie des institutions qui détiennent ces titres.

Par ailleurs, les sociétés de financement hypothécaire qui perdraient l'accès à leurs sources de financement ne seraient probablement plus en mesure de financer les crédits hypothécaires devant être renouvelés. Laissés à eux-mêmes, les emprunteurs hypothécaires devraient chercher de nouveaux prêteurs, et cette mission pourrait se révéler difficile dans un contexte de tension, alors même que les prêteurs traditionnels chercheraient à réduire

18 Voir Ahnert (à paraître) qui traite du risque plus général associé au crédit renouvelable.

leur exposition au marché du logement et à conserver leurs liquidités. Ces emprunteurs pourraient être forcés de renouveler leur prêt à un taux d'intérêt plus élevé ou de vendre leur logement au rabais, ce qui risquerait de se répercuter négativement sur un marché du logement déjà fragilisé.

Enfin, la défaillance d'une grande société de financement hypothécaire serait une source de perturbations pour les banques, qui ont resserré leurs liens avec les sociétés de financement hypothécaire et qui comptent davantage sur celles-ci pour l'émission, la souscription et l'administration des crédits hypothécaires. La part globale des prêts hypothécaires consentis par les banques qui sont souscrits et administrés par ces sociétés atteignait à peine 7 % en 2015, mais des différences notables étaient observées entre les institutions. Certaines grandes banques sont fortement exposées à quelques sociétés de financement hypothécaire pour ce qui est de l'émission et de l'administration des crédits hypothécaires. Plusieurs petites banques dépendent désormais énormément des services offerts par les sociétés de financement hypothécaire et ne seraient sans doute pas en mesure de combler le vide rapidement. Dans l'éventualité où une importante société de financement hypothécaire serait incapable de souscrire de nouveaux prêts, la disponibilité du crédit risquerait de diminuer dans certains segments du marché hypothécaire. Qui plus est, toute interruption des services d'administration des prêts hypothécaires en période de ralentissement du marché du logement pourrait empêcher la mobilisation en temps voulu des sûretés sur les prêts en souffrance et faire par conséquent augmenter les pertes des prêteurs.

Conclusion

Dynamisé à la fois par les politiques gouvernementales destinées à accroître la concurrence et par les avancées technologiques, le marché hypothécaire a changé au cours de la dernière décennie, qui a vu la montée en force des sociétés de financement hypothécaire. L'intensification de la concurrence qu'ont causée ces établissements en provoquant une baisse des taux d'intérêt et une hausse de la disponibilité du crédit a profité aux emprunteurs hypothécaires, même si ces bénéfices se sont accompagnés d'une accentuation des vulnérabilités du système financier.

Comme les sociétés de financement hypothécaire comptent sur les courtiers hypothécaires pour émettre de nouveaux prêts, les blocs de créances hypothécaires qu'elles souscrivent contiennent une plus forte proportion de prêts assortis d'un ratio prêt/revenu et d'un ratio du service de la dette élevés, comparativement aux prêteurs traditionnels. En cas de ralentissement prononcé de l'économie et du marché du logement, les emprunteurs risquent davantage de se trouver en défaut de paiement ou d'être forcés de vendre leur logement. Même si l'assurance hypothécaire protège les sociétés de financement hypothécaire contre ce genre de défaut de paiement, le rendement des prêts hypothécaires de ces sociétés demeure un facteur important pour elles, car il peut influer sur leur accès au financement et peser, à terme, sur leurs capitaux limités et leur liquidité conditionnelle. La défaillance d'une grande société de financement hypothécaire ou son incapacité à financer de nouveaux prêts perturberaient le marché hypothécaire et pourraient amplifier les effets d'un ralentissement prononcé de l'économie et du marché du logement.

Néanmoins, le risque systémique présenté par les sociétés de financement hypothécaire est largement atténué par le fait que le risque de crédit associé à leurs activités est presque totalement supporté par les assureurs

et les prêteurs hypothécaires sous réglementation fédérale, qui sont tenus par le BSIF de surveiller consciencieusement les pratiques de souscription des sociétés de financement hypothécaire. Les tests de résistance, comme ceux effectués dans le cadre du Programme d'évaluation du secteur financier du FMI en 2013, ont permis d'établir que le système financier pouvait tolérer des chocs négatifs graves, mais plausibles. De plus, les récentes simulations réalisées par la SCHL indiquent que le niveau de capital de cet assureur hypothécaire est suffisant pour réagir à une correction extrême, mais plausible, des prix des logements[19]. Cependant, comme les sociétés de financement hypothécaire ne sont pas soumises à la réglementation prudentielle, il demeure nécessaire de surveiller leur modèle d'affaires et les effets que leurs activités ont sur les vulnérabilités du système financier, compte tenu de l'évolution du marché hypothécaire.

Bibliographie

Ahnert, T. (à paraître). « Rollover Risk, Liquidity and Macroprudential Regulation », *Journal of Money, Credit and Banking*.

Allen, J., R. Clark et J.-F. Houde (2014). « Price Dispersion in Mortgage Markets », *Journal of Industrial Economics*, vol. 62, n° 3, p. 377-416.

Canada. Ministère des Finances (2016). *Document d'information technique : Règles de l'assurance hypothécaire et propositions relatives à l'impôt sur le revenu*, octobre. Internet : www.fin.gc.ca/n16/data/16-117_2-fra.asp.

Chang, Y., M. Januska, G. Kumar et A. Usche (2016). « La surveillance du secteur bancaire parallèle au Canada : une approche hybride », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison, p. 27-44.

Christensen, I., G. Kumar, C. Meh et L. Zorn (2015). « L'évaluation des vulnérabilités du système financier canadien », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 43-53.

Crawford, A., C. Meh et J. Zhou (2013). « Introduction au marché des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, p. 61-72.

Fonds monétaire international (FMI) (2014). *Canada: Financial Sector Assessment Program; Stress Testing – Technical Note*, coll. « Country Reports », n° 14/69.

Freedman, C. (1998). *The Canadian Banking System*, rapport technique n° 81, Banque du Canada.

Mordel, A., et N. Stephens (2015). « Une analyse de la titrisation des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 43-53.

Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) (2013). « Méthode d'attribution des cautionnements de nouveaux TH LNH du marché », *Avis*, n° 2, 30 août. Internet : www.cmhc-schl.gc.ca/en/hoficlincl/mobase/upload/Advice.pdf.

19 Pour en savoir davantage sur les tests de résistance effectués par la SCHL, consulter la documentation publiée à l'adresse www.cmhc-schl.gc.ca/fr/inso/sapr/famy/famy_036.cfm.

La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : vers des marchés plus résilients

Michael Mueller et André Usche[1]

- Les marchés des dérivés de gré à gré sont importants pour le système financier parce qu'ils facilitent le transfert et la gestion des risques. Toutefois, durant la crise financière de 2007-2009, ils ont propagé et amplifié les chocs. En réaction, les dirigeants des pays du G20 ont convenu d'effectuer des réformes de ces marchés, et les autorités canadiennes mettent en œuvre ces réformes en tenant dûment compte du marché canadien.
- La mise en œuvre des réformes donne lieu à des améliorations dans les pratiques de gestion des risques. Par exemple, la compensation centrale obligatoire pour les contrats normalisés et les exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement réduisent le risque de contrepartie et, par conséquent, le risque de contagion. En outre, la notification obligatoire des transactions a accru la transparence réglementaire.
- Malgré ces avantages, les réformes pourraient conduire à un accroissement de la concentration et de la fragmentation des marchés, et rendre plus coûteuse l'accession aux marchés des dérivés de gré à gré, surtout dans le cas des petits participants.
- Comme la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré est presque terminée, les autorités doivent impérativement en évaluer les effets sur le fonctionnement des marchés et apporter d'autres améliorations, au besoin.

Introduction

Les *marchés des dérivés de gré à gré* sont une composante importante des systèmes financiers canadien et mondial, parce qu'ils contribuent à la gestion et au transfert efficients des risques (les termes en italique sont définis au **Tableau 1**). Les marchés des dérivés de gré à gré facilitent l'accès au financement transfrontalier et permettent aux participants aux marchés de prendre des expositions et de les gérer. Par exemple, grâce aux contrats de dérivés de gré à gré, les institutions du côté acheteur, comme les caisses de retraite, peuvent accroître le rendement de leurs investissements.

1 Nous aimerions remercier la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et, plus particulièrement, Shaun Olson et Yani Wu, qui ont rassemblé et nous ont communiqué les données agrégées des référentiels centraux sur les dérivés de gré à gré. Nous remercions également James Pinnington, qui a contribué aux recherches et aidé à produire les graphiques présentés dans l'article.

Tableau 1 : **Terminologie des dérivés**

Terme	Définition
Dérivé de gré à gré	Dérivé qui n'est pas échangé en bourse, mais négocié directement entre les contreparties. Les transactions sur dérivés de gré à gré sont souvent exécutées par les courtiers qui tiennent les marchés de ces instruments. Au Canada, les six grandes banques sont d'importants courtiers en dérivés, et les cinq plus grandes sont également inscrites à titre de courtiers en swaps aux États-Unis. Le terme *swap* est souvent utilisé comme synonyme de dérivé de gré à gré.
Contrepartie centrale	Chambre de compensation qui s'interpose entre les participants à la compensation. La contrepartie centrale devient la contrepartie à chaque transaction entre les participants à la compensation, et gère ainsi le risque de contrepartie.
Dérivé de taux d'intérêt	Dérivé dont les flux de paiement sont liés aux niveaux des taux d'intérêt. Le *swap de taux d'intérêt*, dans sa forme la plus simple, prévoit l'échange de paiements à taux d'intérêt fixe contre des paiements à taux d'intérêt variable. Les dérivés de taux d'intérêt servent à gérer la durée et à couvrir le risque de taux d'intérêt.
Dérivé de change	Dérivé dont les paiements sont liés aux cours des changes entre différentes monnaies. Le *contrat de change à terme* est une entente qui porte sur l'échange dans le futur d'une monnaie contre une autre monnaie à un cours stipulé d'avance. Le *swap de change* est un échange de monnaies à une date donnée, suivi d'un échange en sens inverse à une date ultérieure, à des cours là encore stipulés d'avance. Il s'agit d'un instrument utilisé couramment par les entreprises désirant obtenir du financement en monnaies étrangères.
Montant notionnel	*Valeur nominale* d'un contrat de dérivé. Le montant notionnel n'est généralement pas échangé, mais sert à calculer les paiements dus par les contreparties.
Référentiel central de données	Infrastructure de collecte, de conservation et de communication des enregistrements relatifs aux transactions sur dérivés de gré à gré.

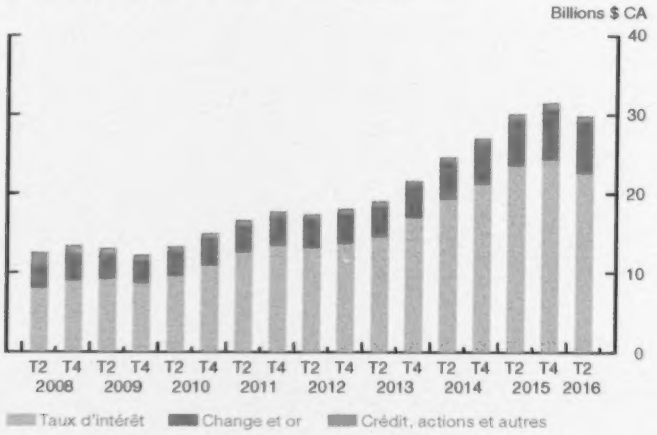
Au Canada, les marchés des *dérivés de taux d'intérêt* et des *dérivés de change* de gré à gré ont une importance systémique en raison de leur taille et de leur centralité ainsi que des expositions aux risques qu'ils créent et qu'ils aident à gérer pour les participants aux marchés (Chande, Labelle et Tuer, 2010). Depuis 2008, la taille totale du marché canadien des dérivés de gré à gré a plus que doublé, essentiellement sous l'effet de la croissance des dérivés de taux d'intérêt. Mesuré par l'encours des *montants notionnels*, le marché des dérivés de taux d'intérêt, qui s'élève à environ 23 billions de dollars, est le segment le plus important, suivi par le marché des dérivés de change, qui avoisinait 7 billions de dollars au deuxième trimestre de 2016 (**Graphique 1**). Les dérivés de crédit et d'actions ainsi que d'autres dérivés constituent un segment beaucoup plus petit. Les dérivés de taux d'intérêt de gré à gré les plus utilisés sont les swaps de taux d'intérêt, tandis que les dérivés de change de gré à gré les plus courants sont les contrats de change à terme ainsi que les swaps de change (**Graphique 2 et Graphique 3**)[2, 3]. Une perturbation de l'un de ces marchés pourrait se répercuter sur le système financier et sur l'ensemble de l'économie en entravant l'accès au financement et la couverture des risques par les institutions financières. Dans des cas extrêmes, elle pourrait déclencher la défaillance de contreparties.

2 Certains graphiques figurant dans le présent rapport ont été établis à l'aide des données des référentiels centraux fournies en application des règles de déclaration de l'Ontario. Ces données rendent compte d'une grande partie du marché canadien et comprennent les transactions compensées centralement et les transactions bilatérales. Le Graphique 2 et le Graphique 3 excluent les transactions surdéclarées où la chambre de compensation est la contrepartie non déclarante. Une double comptabilisation peut se produire lorsque les transactions compensées entre des contreparties de l'Ontario ont été transformées en deux nouvelles transactions par un processus de novation.

3 Le Graphique 3 ne fait pas la distinction entre les swaps de change et les contrats de change à terme, parce que les branches du swap peuvent être déclarées comme deux contrats à terme.

Graphique 1 : Les dérivés de taux d'intérêt et de change forment la plus grande composante des marchés canadiens des dérivés de gré à gré

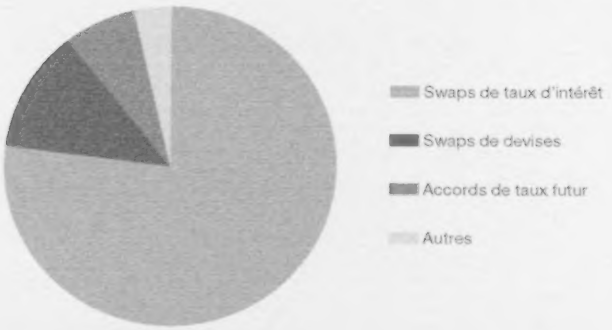
Valeur notionnelle des dérivés de gré à gré détenus par les banques canadiennes, par catégorie d'actifs sous-jacents, données semestrielles



Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes — Dernière observation : 2016T2

Graphique 2 : Les swaps de taux d'intérêt sont les dérivés de taux d'intérêt les plus courants

Encours notionnel des dérivés de taux d'intérêt, par type de dérivé



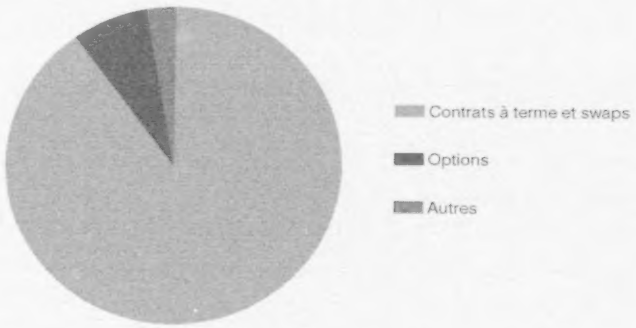
Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario — Dernière observation : 2016T2

Le marché canadien des dérivés de gré à gré est interconnecté à l'échelle mondiale. Le **Graphique 4** montre l'emplacement des contreparties aux transactions sur dérivés de gré à gré déclarées au Canada : les entités canadiennes négocient intensivement avec des contreparties situées aux États-Unis et dans l'Union européenne, surtout au Royaume-Uni, en Allemagne et en France.

Les marchés des dérivés de gré à gré peuvent transmettre les chocs au système financier et les amplifier, comme cela s'est produit durant la crise financière mondiale de 2007-2009. Lorsque le nombre de cas de défaut de paiement sur prêt hypothécaire a commencé à augmenter aux États-Unis en 2008, les institutions financières du monde entier ont commencé à essuyer des pertes en raison de leurs expositions aux dérivés dont les actifs de

Graphique 3 : Les contrats à terme et les swaps sont les dérivés de change les plus utilisés

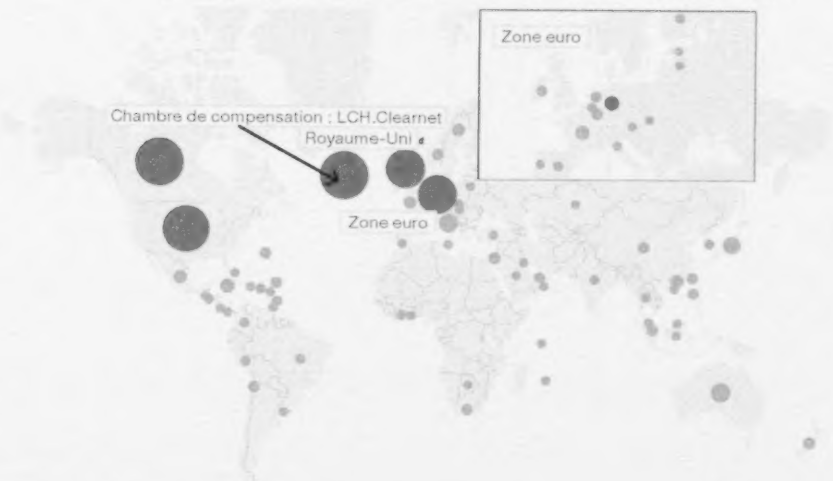
Encours notionnel des dérivés de change, par type de dérivé



Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario — Dernière observation : 2016T2

Graphique 4 : Transactions des institutions canadiennes dans le marché mondial des dérivés de gré à gré

Encours notionnel, par emplacement des contreparties des entités canadiennes



Nota : Le présent graphique est établi d'après les données sur les positions ouvertes dans les catégories d'actifs des contrats de taux d'intérêt, de change, d'actions et de crédit au 30 juin 2016. Le terme « entités canadiennes » désigne les entités dont le siège social est situé au Canada. Les cercles représentent les montants notionnels agrégés; les notionnels excédant un billion de dollars figurent en rouge.

Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario — Dernière observation : 30 juin 2016

référence étaient des prêts hypothécaires titrisés[4]. Ces pertes, conjuguées à l'incertitude généralisée entourant l'ampleur des expositions des institutions aux dérivés, ont soulevé des préoccupations quant à la capacité des contreparties à respecter leurs autres obligations. Cette incertitude s'est traduite par une réticence à fournir du financement et, au cours de l'année 2008, a contribué à la faillite (ou à la quasi-faillite) de Bear Stearns, de Lehman Brothers et d'American International Group (AIG). De plus, en raison

4 Ces dérivés comprennent les swaps sur défaillance, qui n'étaient souvent pas garantis.

de la nature opaque des marchés des dérivés de gré à gré, les organismes de réglementation ne disposaient pas de renseignements suffisants pour réagir aux circonstances qui avaient précipité la crise (Duffie, 2011).

Lors du Sommet tenu à Pittsburgh en septembre 2009, les dirigeants des pays du G20 ont réagi en s'engageant à réformer les marchés des dérivés de gré à gré. Le programme de réforme avait trois objectifs fondamentaux : améliorer la transparence des marchés des dérivés de gré à gré, atténuer le risque systémique et assurer une protection contre les abus de marché (G20, 2009). Afin d'atteindre ces objectifs, le G20 a entrepris de renforcer l'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré, y compris les référentiels centraux de données sur les transactions, les contreparties centrales et les plateformes de négociation. Le G20 a également préconisé des exigences de fonds propres plus élevées pour les dérivés de gré à gré non compensés centralement et demandé, en 2011, que ces transactions soient garanties par des marges.

Le présent rapport s'inscrit dans le prolongement des travaux réalisés par Wilkins et Woodman (2010) et par le Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010). Il donne un aperçu des objectifs des réformes du G20 et de la mise en œuvre de ces réformes au Canada, et passe en revue leurs effets sur les marchés des dérivés de gré à gré.

Mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré au Canada

Jusqu'à maintenant, aucun pays n'a entièrement mis en œuvre l'ensemble des mesures prescrites par les réformes. Au Canada, la mise en place de la plupart des domaines des réformes progresse au même rythme que dans les pays où sont situés les plus grands marchés des dérivés de gré à gré[5].

Les autorités provinciales et fédérales collaborent étroitement à la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré au Canada, car celles-ci touchent de nombreuses parties du système financier[6]. L'approche adoptée par les organismes de réglementation tient compte de la petite taille du marché canadien par rapport au marché mondial, de ses caractéristiques de liquidité, de l'importance des dérivés de taux d'intérêt et de change, et du recours aux transactions transfrontalières par les participants aux marchés. Compte tenu de ces caractéristiques du marché, les autorités canadiennes ont décidé de permettre l'utilisation de l'infrastructure mondiale existante pour la compensation centrale et la notification des transactions, car elles jugent qu'il serait plus efficient et moins coûteux d'utiliser cette infrastructure que de bâtir une infrastructure nationale. Par contre, le recours à des entités étrangères entraîne certaines difficultés. Ainsi, pour être efficace, la surveillance transnationale des infrastructures mondiales exige une collaboration étroite entre les pays (Chande et autres, 2012).

Le Tableau 2 résume les objectifs du programme de réformes du G20 et présente les progrès accomplis par le Canada dans chaque domaine. Conformément aux normes internationales et aux approches adoptées par

5 Les progrès accomplis dans les divers domaines visés par les engagements varient d'un pays à l'autre; pour en savoir davantage, voir le dernier rapport d'étape du Conseil de stabilité financière (Conseil de stabilité financière, 2016).

6 Les autorités canadiennes coordonnent la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré dans le cadre du groupe de travail interorganisationnel sur les produits dérivés de gré à gré du Canada, lequel est présidé par la Banque du Canada. Les autorités représentées au sein du groupe de travail comprennent le Bureau du surintendant des institutions financières, le ministère des Finances du Canada, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, l'Autorité des marchés financiers du Québec, la British Columbia Securities Commission et l'Alberta Securities Commission.

Tableau 2 : **Progrès accomplis par le Canada dans la mise en œuvre des réformes du G20**

	Objectifs des réformes	Mise en œuvre par le Canada	État
Notification des transactions	1. Permettre aux autorités de réglementation : ▪ de surveiller l'accumulation des risques; ▪ d'intervenir pour atténuer ces risques; ▪ d'appliquer la réglementation en matière de conduite sur les marchés. 2. Accroître la transparence des marchés des dérivés de gré à gré à l'endroit des autorités, des participants aux marchés et du public.	▪ Toutes les transactions sur dérivés de gré à gré (à l'exception de certains dérivés sur produits de base) doivent être notifiées à un référentiel central de données reconnu[a]. ▪ Trois référentiels centraux de données domiciliés aux États-Unis sont actuellement autorisés par les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières à recevoir les données canadiennes[b]. ▪ À compter du début de 2017, certaines données sur les transactions (y compris le prix et la taille) seront rendues publiques dans les deux jours suivant la transaction.	TERMINÉ
Fonds propres	1. Accroître les volants de fonds propres des banques en fonction des expositions aux dérivés. 2. Créer des incitations à la compensation centrale.	▪ Les règles de fonds propres de Bâle III, qui imposent aux banques des exigences de fonds propres plus élevées pour les expositions aux dérivés de gré à gré, sont en place depuis 2014. ▪ Les transactions bilatérales requièrent plus de fonds propres que les transactions compensées centralement, et sont donc plus coûteuses.	TERMINÉ
Compensation centrale	1. Réduire le risque de contrepartie en soumettant les contrats normalisés au processus de gestion des risques d'une contrepartie centrale, y compris la compensation, la mutualisation des risques, les exigences de marge et les procédures habituelles de gestion des défaillances. 2. Réduire la complexité des marchés. 3. Accroître la transparence des marchés des dérivés de gré à gré.	▪ Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) s'attend à ce que les institutions financières fédérales compensent centralement les instruments dérivés normalisés négociés de gré à gré, quand il est possible de le faire[c]. ▪ Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières seront soumis à une obligation de compensation, qui entrera en vigueur en 2017, à l'égard de certains dérivés de taux d'intérêt libellés en dollars canadiens, en dollars américains, en livres sterling et en euros. L'obligation est censée s'appliquer aux grands participants aux marchés des dérivés, qui contribuent le plus au risque systémique. ▪ Huit contreparties centrales sont actuellement autorisées par les organismes provinciaux de réglementation à offrir des services de compensation au Canada. La plus importante, le service SwapClear de LCH.Clearnet Limited, a été désignée par la Banque du Canada comme étant d'importance systémique et fait donc l'objet d'une surveillance réglementaire continue.	PRESQUE TERMINÉ
Marges	1. Réduire le risque de contrepartie au moyen de l'échange de sûretés pour les transactions non compensées. 2. Créer des incitations à la normalisation et à la compensation centrale.	▪ Le BSIF impose l'échange obligatoire de sûretés pour les transactions non compensées centralement[d]. Cette exigence est entrée en vigueur le 1er septembre 2016 et prend effet progressivement, conformément à l'échéancier convenu à l'échelle internationale. ▪ En 2017, les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières mettront en place des règles comparables s'appliquant aux entités qui ne sont pas sous réglementation fédérale.	PRESQUE TERMINÉ
Négociation sur des plateformes	1. Accroître la transparence en amont des transactions. 2. Améliorer la surveillance réglementaire en faisant en sorte que les contrats soient négociés sur des plateformes réglementées.	▪ Les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières ont publié un document de consultation décrivant comment l'obligation de négociation sur une plateforme pourrait être mise en œuvre. ▪ Il reste encore à déterminer si le marché canadien relativement petit des dérivés de gré à gré se prête à l'obligation de négociation sur une plateforme.	À ENTAMER

a. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, Autorité des marchés financiers du Québec et Commission des valeurs mobilières du Manitoba, Règlement 91-507 sur les référentiels centraux et la déclaration de données sur les dérivés; Multilateral Instrument 96101, Trade Repositories and Derivatives Data Reporting; Ligne directrice B-7 du BSIF : Saine gestion des instruments dérivés

b. DTCC Data Repository (U.S.) LLC (« DDR »), ICE Trade Vault, LLC et Chicago Mercantile Exchange Inc.

c. Ligne directrice B-7 du BSIF : Saine gestion des instruments dérivés

d. Ligne directrice E-22 du BSIF : Exigences de marge pour les dérivés non compensés centralement

d'autres pays, les dérivés de change ne sont généralement pas soumis aux exigences de compensation et de marge, malgré la taille de ces marchés et leur importance mondiale. Cette exclusion s'explique entre autres par le fait que les paiements liés aux transactions sur dérivés de change s'accompagnent d'un risque de règlement élevé qui ne peut être encore totalement géré par une *contrepartie centrale*. Néanmoins, bon nombre de ces transactions sont actuellement réglées par l'entremise de la CLS Bank, ce qui atténue le risque de règlement[7].

Effets des réformes à ce jour

Les réformes du G20 ont été conçues pour améliorer la résilience des marchés des dérivés de gré à gré; elles font également grimper les coûts du transfert des risques et des autres services financiers (Banque des Règlements Internationaux, 2013). Dans la présente section, nous analysons les avantages que les réformes sont censées avoir pour le système financier et cernons les effets des changements réglementaires observés jusqu'à maintenant. Bon nombre de ces changements ont pris effet récemment, et les participants aux marchés ne se sont pas tous complètement adaptés aux nouvelles exigences. Il faudra donc plus de temps pour évaluer la pleine incidence des changements sur les marchés.

Notification des transactions aux référentiels centraux et évaluation des risques

La notification des transactions aux *référentiels centraux de données* permet aux autorités du secteur public de surveiller les vulnérabilités dans les marchés des dérivés de gré à gré et la conduite sur ces marchés, et, au besoin, de prendre des mesures préventives en rajustant les politiques, par exemple en modifiant la portée de la réglementation des dérivés. Bien que l'analyse des données des référentiels centraux soit encore embryonnaire, les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières s'en servent déjà pour mieux comprendre les marchés des dérivés de gré à gré. Les décideurs se sont fondés sur l'analyse des données des référentiels centraux pour déterminer quels produits et quels participants aux marchés seraient visés par l'obligation de compensation centrale et les exigences de marge, et établir la façon de diffuser publiquement l'information sans divulguer l'identité des participants. D'autres évaluations initiales portent sur la taille et la concentration de divers segments du marché des dérivés de gré à gré, la proportion de transactions conclues avec des contreparties étrangères et l'interconnexion entre les participants aux marchés. L'**Encadré 1** décrit plus en détail les utilisations possibles des données des référentiels centraux pour évaluer les risques systémiques.

Toutefois, de nombreuses difficultés doivent encore être aplanies avant que la notification des transactions n'atteigne son plein potentiel. Les dérivés de gré à gré sont négociés à l'échelle internationale et, pour bien comprendre les marchés, il faut adopter une perspective mondiale. Comme plus de trente référentiels centraux de données reçoivent actuellement des notifications dans divers pays, les données doivent être communiquées et agrégées au moyen des référentiels centraux, que ce soit par des autorités

7 La CLS Bank est un système de paiement qui prend en charge à l'échelle mondiale le règlement d'opérations de change dans de nombreuses monnaies, y compris le dollar canadien. La CLS Bank est supervisée par la Réserve fédérale des États-Unis et placée sous la surveillance d'un comité regroupant les banques centrales, parmi lesquelles la Banque du Canada, dont les monnaies sont intégrées au système CLS.

Encadré 1

Le recours aux données des référentiels centraux pour surveiller les risques systémiques

Les référentiels centraux recueillent des données détaillées relatives aux transactions sur les dérivés auprès des participants aux marchés. Ils peuvent ainsi fournir une mine de renseignements sur l'utilisation des contrats de dérivés de gré à gré et sur la structure de ces marchés. Les renseignements recueillis peuvent aider les autorités à comprendre comment ces marchés sont susceptibles de générer, d'amplifier et de propager des chocs financiers, de manière à engendrer potentiellement des risques systémiques. Lorsque la Banque du Canada aura obtenu l'accès aux données des référentiels centraux, elle pourra également s'en servir aux fins de l'évaluation des vulnérabilités et des risques qu'elle présente dans la *Revue du système financier*.

Le Tableau 1-A décrit le genre de caractéristiques que les autorités peuvent examiner à l'aide des données des référentiels centraux afin de surveiller et de gérer les risques systémiques dans les marchés des dérivés de gré à gré. Deux exemples de l'utilisation particulière de ces données dans l'analyse des risques systémiques sont expliqués ci-dessous.

Concentration des expositions

Les expositions concentrées des institutions canadiennes aux entités nationales et étrangères sont une source potentielle de risque systémique. Le calcul des expositions devrait comprendre la valeur de la sûreté échangée entre les contreparties, laquelle n'est pas visée actuellement par l'obligation de notification à un référentiel central de données. Il est cependant possible de déterminer la taille relative des activités et les positions des participants aux marchés. Lorsqu'il est combiné à l'analyse du rôle que jouent diverses institutions canadiennes dans certains segments de marché, ce type d'analyse permet aux autorités de comprendre comment la concentration pourrait influer sur la transmission des chocs au sein du système financier.

La concentration varie grandement d'une catégorie d'actifs à l'autre : dans celle des dérivés de taux d'intérêt, ce sont les accords de taux futur et les swaps de taux d'intérêt qui affichent les concentrations les plus élevées. Par exemple, quatre contreparties occupent plus des trois quarts du marché des accords de taux futur. Par contre, le marché des dérivés de change est généralement moins concentré que celui des dérivés de taux d'intérêt. Enfin, les six grandes banques figurent systématiquement parmi les plus grandes contreparties tant dans la catégorie des dérivés de taux d'intérêt que dans celle des dérivés de change.

Interrelations entre les institutions financières canadiennes

Bien que les liens entre les banques d'importance systémique nationale (les six grandes banques) soient relativement bien compris, nous ne disposons que de peu de données pour nous aider à comprendre les interrelations entre les six grandes banques et les autres institutions nationales, dont les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-vie et les banques de taille plus modeste, ainsi que les institutions financières étrangères[1]. Les données des référentiels centraux devraient aider les autorités à schématiser la manière dont les chocs pourraient se transmettre au système financier canadien ou à l'intérieur du système, et à déterminer quelles entités peuvent être considérées comme des points névralgiques dans la transmission des chocs. Par exemple, le Graphique 1-A indique que les caisses de retraite canadiennes effectuent des transactions surtout avec des banques étrangères[2]. Les données des référentiels centraux peuvent faire ressortir la mesure dans laquelle les

1 Les données sur certains utilisateurs finaux des dérivés, comme les entreprises qui contractent fréquemment des emprunts, sont également limitées.

2 Le Graphique 1-A comprend les catégories d'actifs que sont les taux d'intérêt, les produits de change, les actions et le crédit. Lorsqu'une transaction est compensée, les contreparties d'origine de la caisse de retraite nationale sont inconnues.

Tableau 1-A : **Caractéristiques des marchés utiles pour la surveillance des risques systémiques**

Caractéristique	Description	Utilité pour la surveillance des risques systémiques
Taille	• taille des positions et des expositions des institutions financières	• aide à évaluer la gravité possible des vulnérabilités
Concentration	• importance relative d'institutions financières considérées individuellement ou de groupes d'institutions financières dans un segment de marché	• permet de repérer la constitution d'importants volumes ou positions et d'expositions communes au sein de populations définies
Interconnexion	• nature, échelle et portée des obligations qui naissent entre les institutions et au sein des institutions	• décrit le réseau de relations entre les participants dans un segment du marché des dérivés de gré à gré et entre divers segments
Structure des marchés	• analyse de l'octroi de liquidités et du prix du risque de contrepartie, et surveillance du bon fonctionnement de l'infrastructure de négociation et de post-négociation	• détermine la mesure dans laquelle le risque est efficacement transféré et géré dans le marché

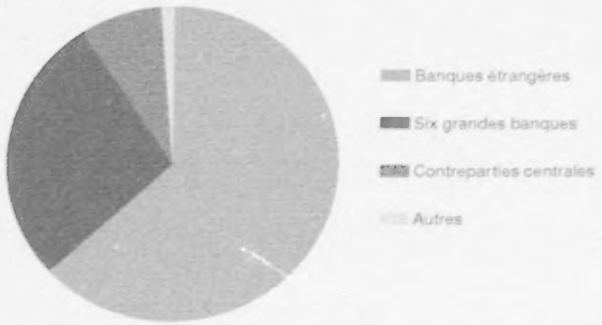
Encadré 1 (*suite*)

banques et les caisses de retraite canadiennes sont exposées à une banque étrangère en particulier.

Les analyses de ce genre peuvent aussi être réalisées par catégorie d'actifs. Le Graphique1-B montre que les transactions sur dérivés de crédit entre les caisses de retraite et les banques étrangères ont augmenté au Canada, en valeur relative[3]. Ces transactions représentent maintenant la plus grande part du marché des dérivés de crédit, et une proportion importante des dérivés de crédit sont négociés sans la participation des banques canadiennes. En revanche, les transactions sur dérivés de taux d'intérêt et les dérivés de change font généralement intervenir l'une des six grandes banques.

Graphique 1-A : **Les caisses de retraite canadiennes négocient beaucoup avec des banques étrangères**

Contreparties des caisses de retraite nationales selon la part des expositions notionnelles

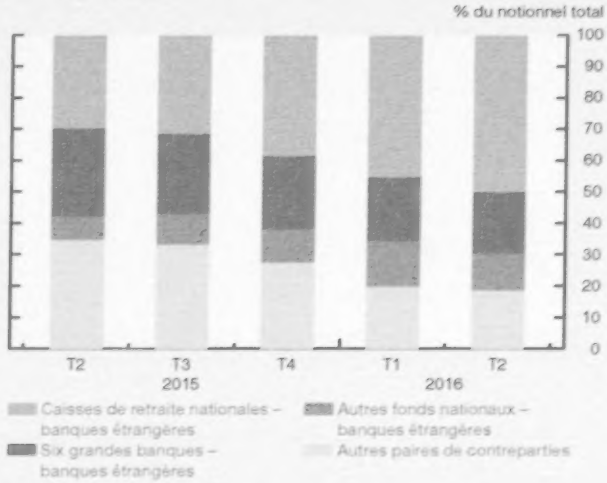


Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : 2016T2

Graphique 1-B : **Transactions sur dérivés de crédit, par contrepartie**

Part de l'encours des dérivés de crédit, par paire de contreparties et montant notionnel



Source : Commission des valeurs mobilières de l'Ontario

Dernière observation : 2016T2

3 Elles se sont également accrues en valeur absolue.

individuelles ou un mécanisme d'agrégation commun international[8], ce qui n'est pas encore chose faite[9]. Des obstacles juridiques empêchent souvent les autorités d'accéder aux données des référentiels centraux tant à l'étranger qu'à l'intérieur de leurs propres frontières[10]. Dans certains pays, la loi empêche aussi les participants aux marchés de déclarer tous les renseignements concernant leurs transactions, y compris les identifiants des contreparties.

En outre, de nombreuses difficultés techniques compliquent l'utilisation des données contenues dans les référentiels centraux individuels et l'agrégation des données des différents référentiels centraux. Les règles, les définitions des champs de données et les normes de déclaration peuvent varier d'un pays à l'autre, voire d'un référentiel central à l'autre dans un même pays. De plus, les données déclarées sont parfois incomplètes, incohérentes ou

8 Pour en savoir davantage sur la mise en commun et l'évaluation des données des référentiels centraux de multiples pays, voir Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Organisation internationale des commissions de valeurs (2013) et Conseil de stabilité financière (2014).

9 Les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières sont en mesure d'agréger les données déclarées, selon leurs règles respectives, aux trois référentiels centraux reconnus.

10 Le Congrès américain a supprimé le principal obstacle qui, dans la législation des États-Unis, empêchait les autorités étrangères d'avoir accès aux données des référentiels centraux. Lorsque la Commodities Futures and Trading Commission des États-Unis aura intégré les modifications dans ses règles, les autorités canadiennes auront peut-être accès aux données canadiennes qui sont déclarées aux référentiels centraux autorisés aux États-Unis.

inexactes. Pour ces raisons, il s'avère difficile de suivre les transactions au cours de leur cycle de vie, de détecter et de supprimer les notifications en double et de dissimuler l'identité des parties de manière à respecter les normes de confidentialité. De plus, d'importantes lacunes persistent dans les données. Par exemple, la plupart des pays n'exigent pas la déclaration des renseignements nécessaires au calcul des expositions, en particulier les actifs affectés en garantie et les ensembles de compensation. Les autorités de réglementation à l'échelle mondiale s'emploient à éliminer les obstacles juridiques et techniques de manière à ce que la totalité des données des référentiels centraux puisse servir à évaluer les risques et les vulnérabilités[11]. Les principales initiatives visant à faciliter une agrégation efficace des données comprennent l'établissement de normes qui contribueront à améliorer la qualité des données et l'harmonisation des exigences de déclaration entre les pays. Toutefois, même dans le meilleur des cas, il faudra vraisemblablement beaucoup de temps et des efforts concertés de la part des autorités, des participants aux marchés et des fournisseurs d'infrastructure pour régler complètement toutes les questions en suspens.

Dans le but d'accroître la transparence dans les marchés des dérivés de gré à gré, il faudra aussi rendre accessibles au public les renseignements sur les dérivés négociés, malgré l'absence de consensus international sur le degré de transparence publique qui conviendrait. À compter de janvier 2017, la publication de renseignements détaillés sur les prix et les quantités concernant chaque transaction accroîtra la transparence post-négociation au Canada.

Gestion du risque de contrepartie

Les réformes des marchés des dérivés de gré à gré améliorent la gestion du risque de contrepartie. Cette gestion améliorée du risque non seulement accroît la résilience des marchés, mais aide également à atténuer les inquiétudes concernant les institutions trop importantes pour faire faillite, en réduisant l'incidence de la défaillance d'un grand participant aux marchés sur les autres participants. Ensemble, les réformes touchant la compensation, les fonds propres et les marges incitent les grandes entités financières à compenser le plus grand nombre possible de leurs transactions sur dérivés de gré à gré. Le passage aux transactions compensées centralement favorise la stabilité du système financier. La compensation centrale soumet les transactions aux cadres de gestion des risques des contreparties centrales, simplifie le réseau d'expositions, réduit les expositions au moyen de la compensation, mutualise le risque de défaillance et procure un mécanisme efficace de gestion des défauts de paiement des participants aux marchés (Chande, Labelle et Tuer, 2010)[12].

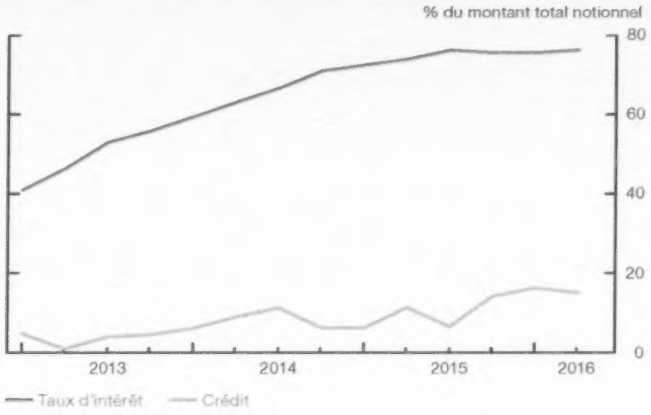
Ces trois dernières années, les banques canadiennes ont compensé une part de plus en plus grande de leurs transactions sur dérivés de gré à gré, et plus particulièrement celles portant sur des dérivés de taux d'intérêt (Graphique 5), qui forment le segment le plus important des marchés des dérivés de gré à gré. Environ 80 % de ces contrats (mesurés par l'encours notionnel) sont désormais compensés. Au deuxième trimestre de 2016, au

11 Pour en savoir davantage sur la portée des exigences de notification dans les divers pays, les obstacles juridiques et les autres difficultés entourant la notification des transactions, voir Conseil de stabilité financière (2015).

12 Pirrong (2014) souligne que la réforme des marchés des dérivés de gré à gré ne doit pas être évaluée de manière isolée, et que les tentatives faites pour rendre ces marchés plus sûrs peuvent avoir pour effet de simplement redistribuer les risques ailleurs dans le système financier.

Graphique 5 : **Proportion de dérivés de taux d'intérêt et de crédit compensés détenus par les banques canadiennes**

Proportion de dérivés de gré à gré compensés détenus par certaines banques canadiennes, par actif sous-jacent; données trimestrielles



Nota : La compensation des dérivés de gré à gré de change et d'or est négligeable.
Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes Dernière observation : 2016T2

Canada, quelque 15 % des dérivés de crédit étaient compensés, tandis que la compensation était négligeable dans les autres catégories d'actifs moins normalisés ou moins liquides. Les petits participants aux marchés et ceux qui ne sont pas assujettis aux exigences de fonds propres de Bâle III sont moins incités à utiliser la compensation centrale, mais ils peuvent choisir de le faire pour profiter de la diminution des risques qu'apporte la compensation.

Dans le cadre du nouveau régime réglementaire du Canada, toutes les entités financières à l'exception des plus petites devront fournir des sûretés pour garantir les transactions qui ne sont pas compensées centralement. Dans le cas de ces transactions bilatérales, l'échange de sûretés réduit le risque de contrepartie : la contrepartie survivante peut utiliser la sûreté fournie pour couvrir les pertes subies lors du remplacement d'une transaction en cas de défaut. La protection des contreparties survivantes contre les pertes réduit la possibilité que les tensions causées par une défaillance se répandent. En outre, comme les marges déposées sont plus grandes pour les transactions bilatérales que pour les transactions compensées similaires, les exigences de marge applicables aux transactions bilatérales incitent davantage les participants aux marchés à soumettre leurs transactions sur dérivés de gré à gré à la compensation centrale.

Le recours accru à la compensation centrale se traduit par la concentration des risques dans quelques infrastructures de marché mondiales, comme les autorités l'avaient prévu en concevant le nouveau régime réglementaire. Le Conseil de stabilité financière et les organismes de normalisation internationaux coordonnent les travaux communs portant sur la concentration des risques dans les contreparties centrales. Les travaux portent principalement sur les mesures qui favorisent la résilience des contreparties centrales face aux défauts des membres compensateurs (notamment les exigences de marge, les fonds de défaillance et les sources de liquidités), les plans de redressement et la résolvabilité ainsi que la compréhension des

interdépendances entre les contreparties centrales et leurs participants[13]. La Banque du Canada contribue à ces travaux et participe également au collège de surveillance et au groupe de gestion de crise qui supervisent LCH.Clearnet (LCH), dont le service SwapClear a été désigné comme étant d'importance systémique par la Banque. Le collège de surveillance de LCH est dirigé par la Banque d'Angleterre, qui aurait la responsabilité de surveiller la mise en œuvre du plan de redressement de LCH et, si cela s'avérait nécessaire, de prendre des mesures en vue de la résolution de SwapClear. De plus, des dispositions appropriées seraient établies pour faciliter l'échange de renseignements et la coordination entre les autorités en cas de résolution.

L'application de marges aux transactions sur dérivés de gré à gré compensées et bilatérales atténue généralement le risque de contagion et diminue le risque systémique. Cependant, en périodes de tensions, les exigences de marge peuvent aussi être source de procyclicité, où une fréquence accrue des appels de marge, conjuguée à la baisse de valeur des sûretés, exacerbe les tensions sur les marchés et peut causer en définitive des problèmes de financement pour les participants. Un des moyens permettant de réduire en partie la procyclicité consiste à appliquer la méthode de calcul des marges en fonction du cycle intégral, de sorte que les marges se situent à un niveau suffisamment élevé en temps normal pour qu'il ne soit pas nécessaire de les relever davantage dans les épisodes de tensions[14]. Les règles fixant les exigences de marge pour les transactions compensées centralement et les transactions bilatérales exigent que le degré de procyclicité soit réduit au minimum.

Structure des marchés des dérivés de gré à gré

Les réformes des marchés des dérivés de gré à gré entraînent des changements notables dans la structure des marchés. Les types de participants, les produits qu'ils utilisent et les parties avec lesquelles ils choisissent de négocier s'adaptent tous au nouvel environnement. Bon nombre de ces changements améliorent la résilience des marchés, mais font également augmenter les coûts de la participation à ces marchés. L'ampleur de ces hausses de coûts et des autres conséquences défavorables doit faire l'objet d'un suivi attentif.

Plus grande concentration des marchés

Les coûts accrus attribuables au relèvement des exigences de fonds propres et de marge, aux régimes de conformité plus stricts et aux dépenses élevées d'infrastructure rendent plus onéreuse la négociation dans les marchés des dérivés de gré à gré et peuvent accroître les rendements d'échelle. Cette situation peut pousser des courtiers à se retirer du marché ou à cesser d'offrir certains services. La concentration accrue des courtiers dans certains segments qui découlerait de cette situation peut réduire la liquidité des marchés et exacerber l'importance systémique de la défaillance d'un des courtiers restants. Même en présence de compensation centrale, la baisse du nombre de courtiers membres compensateurs amoindrirait la capacité des contreparties centrales de traiter efficacement la défaillance d'un courtier.

13 Pour consulter le plan de travail, voir www.fsb.org/wp-content/uploads/Joint-CCP-Workplan-for-2015-For-Publication.pdf. Un rapport d'étape est accessible à l'adresse www.fsb.org/2015/09/progress-report-on-the-ccp-workplan/.

14 La Banque a récemment travaillé de concert avec la Corporation canadienne de compensation des produits dérivés pour instaurer le calcul des marges en fonction du cycle intégral.

Normalisation accrue des produits

Comme prévu, les coûts relativement plus élevés des transactions bilatérales incitent les participants aux marchés à normaliser les contrats, ce qui améliore leur liquidité et les rend admissibles à la compensation centrale. Les contrats normalisés non seulement facilitent le recours à l'infrastructure centralisée, mais rehaussent aussi la transparence des marchés et accroissent les possibilités de concurrence. Parallèlement, la normalisation rend plus coûteuse l'adaptation des contrats de dérivés en fonction des besoins individuels des participants aux marchés, par exemple pour couvrir des expositions particulières. Les contrats de dérivés de gré à gré normalisés ou les instruments dérivés cotés peuvent quand même servir de couverture, mais un risque de base résiduel persistera.

Coûts de la compensation indirecte

L'accès difficile des petites institutions à la compensation centrale est un exemple de situation qui témoigne des effets non souhaités que peut entraîner l'accroissement des coûts. Comme ces institutions n'ont pas accès directement aux contreparties centrales, elles doivent compenser indirectement leurs transactions à titre de clientes d'un membre compensateur. Si la compensation indirecte n'est pas efficiente et largement offerte, le passage à la compensation centrale sera inhibé, ou les petits participants pourraient être forcés de sortir des marchés (Slive, Wilkins et Witmer, 2011). À l'heure actuelle, les règles sur le ratio de levier de Bâle III peuvent accroître les coûts de la prestation de services de compensation indirecte. Dans certains cas, les règles de Bâle III traitent la sûreté du client comme une exposition et exigent que le membre compensateur conserve des fonds propres à cet égard. Par conséquent, les membres compensateurs hésitent à offrir des services de compensation de manière généralisée. Pour atténuer ces effets, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a inclus cette question dans ses consultations sur le ratio de levier de Bâle III.

Les entités qui ont difficilement accès à la compensation indirecte peuvent tout de même réaliser des transactions bilatérales. Cependant, les réformes font également augmenter les coûts des transactions bilatérales, et les institutions peuvent simplement choisir de conserver ces risques dans leur bilan plutôt que de couvrir certaines expositions.

Modification des pratiques des marchés

Les réformes des activités de compensation et d'établissement de marges, et l'obligation accrue de constituer des sûretés associée à ces réformes, exigent d'importants changements dans les pratiques des marchés. L'échange de marges en temps opportun pour les transactions tant compensées que bilatérales accroît le montant de la sûreté requis et la vitesse à laquelle la sûreté doit être mobilisée. Par conséquent, les participants aux marchés doivent de plus en plus financer au préalable les sûretés fournies sur les dérivés de gré à gré ou déposer les sûretés auprès d'un gardien pour faciliter leur virement. Les contreparties centrales internationales ajoutent un élément de complexité pour les membres compensateurs canadiens, parce qu'elles limitent généralement le montant des sûretés étrangères qu'elles acceptent. Ainsi, les membres compensateurs canadiens peuvent avoir à transformer leurs sûretés libellées en dollars canadiens en sûretés libellées en monnaies étrangères, ce qui expose ces membres aux chocs pouvant se produire dans les marchés des sûretés libellées en monnaies étrangères.

Fragmentation causée par la complexité des règles et le manque d'harmonisation

Les marchés des dérivés de gré à gré sont essentiellement mondiaux de nature, mais la mise en œuvre des réformes est effectuée à l'échelle nationale. Bien que d'importants efforts aient été déployés en vue d'harmoniser les règles et les échéanciers entre les pays, la divergence des approches et la complexité des questions en jeu ont provoqué certains conflits transfrontaliers concernant les règles de divers pays. Les différences touchant la réglementation des infrastructures de négociation et de compensation dans l'Union européenne, aux États-Unis et dans certains pays d'Asie, ou le fait que seulement trois pays ont mis en œuvre les exigences de marge obligatoires conformément aux échéanciers convenus à l'échelle internationale, constituent des exemples récents. Les organismes de réglementation de certains pays appliquent leurs règles aux participants aux marchés à l'étranger, ce qui ajoute une strate de réglementation pour ces participants et est susceptible de créer des conflits de compétence. Les organismes de réglementation pourraient atténuer les effets défavorables en coordonnant les échéanciers de mise en œuvre et en reconnaissant l'équivalence de leurs régimes de réglementation respectifs du point de vue des résultats[15]. En l'absence de reconnaissance mutuelle, les disparités entre les règles des pays peuvent contribuer à alimenter l'incertitude réglementaire, réduire la concurrence entre les courtiers et fragmenter la liquidité. De telles conséquences étaient manifestes lorsque les différences entre les règles de négociation régissant les plateformes électroniques européennes et américaines ont mené à une fragmentation des swaps de taux d'intérêt libellés en euros[16].

Coûts de la conformité aux lois pour les clients étrangers des petits marchés

Même quand les règles ne se contredisent pas, il faut procéder à de coûteuses analyses juridiques pour comprendre les différences d'un pays à l'autre, ce qui peut décourager la participation étrangère dans les marchés — et surtout dans ceux de petite taille. Le participant qui paie déjà afin de se conformer aux lois de plusieurs pays peut tout simplement éviter de négocier avec une contrepartie canadienne (y compris ses succursales à l'étranger) plutôt que d'investir pour comprendre et observer les règles canadiennes. Les petits pays subissent donc des pressions pour harmoniser leurs règles avec celles des pays de grande taille afin d'éviter l'exclusion. Au Canada, où la mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré est une responsabilité commune des administrations fédérale et provinciales, il est particulièrement important que les règles soient uniformes et harmonisées à l'échelle nationale en vue de réduire les chevauchements dans la réglementation et les coûts de conformité. Dans la mesure du possible, les organismes de réglementation provinciaux utilisent des instruments nationaux pour assurer l'harmonisation de leurs règles dans l'ensemble du pays.

---

15 Quand l'équivalence est reconnue, le fait que les contreparties d'une transaction transfrontalière respectent les règles de leur propre pays est jugé suffisant. Cette reconnaissance réduit grandement la complexité réglementaire des transactions transfrontalières.

16 Pour en savoir davantage sur l'ampleur de la fragmentation des marchés, voir International Swaps and Derivatives Association (2016).

Conclusion

La mise en œuvre des réformes des marchés des dérivés de gré à gré est presque terminée au Canada. Cet exercice a nécessité des efforts de coordination non seulement à l'échelle internationale, mais aussi entre les organismes de réglementation fédéraux et provinciaux, et les autorités de réglementation des provinces et des territoires du Canada. Pour mener le processus à terme, il est essentiel que les organismes de réglementation poursuivent l'harmonisation de leurs approches tant au pays que sur la scène internationale, et reconnaissent l'équivalence de leurs règles respectives lorsqu'elles donnent lieu à des résultats similaires. Ces mesures devraient réduire au minimum les coûts accessoires pour les participants aux marchés, ce qui revêt une importance particulière dans une petite économie ouverte comme le Canada, où bon nombre des transactions sont nécessairement transfrontalières.

Les réformes étant mises en place, il faut maintenant s'employer à surveiller leurs effets sur le fonctionnement et l'évolution des marchés. Les organismes de réglementation veilleront résolument à ce que les réformes atteignent leurs objectifs : accroître la transparence, atténuer le risque systémique et assurer une protection contre les abus de marché. Ils voudront également savoir si des effets non souhaités nuisent aux marchés et prendre les mesures qui s'imposent. Les nouvelles données des référentiels centraux permettent aux organismes de réglementation de mieux comprendre les marchés des dérivés de gré à gré, de sorte que les règles pourront dorénavant être adaptées en vue d'établir un équilibre entre les coûts et les avantages des réformes. Pour rehausser l'utilité des données recueillies aux fins de la réalisation d'analyses des risques systémiques, il est important d'élaborer des normes mondiales de déclaration des données à la faveur de la collaboration continue des participants aux marchés, des référentiels centraux de données et des organismes de réglementation.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2013). *Macroeconomic Impact Assessment of OTC Derivatives Regulatory Reforms*, août.

Chande, N., J.-P. Dion, D. McVanel et J. Slive (2012). « Approche canadienne à l'égard de la compensation centralisée des transactions sur produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 45-53.

Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-56.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (2013). *Authorities' Access to Trade Repository Data*, Banque des Règlements Internationaux, août.

Conseil de stabilité financière (2014). *Feasibility Study on Approaches to Aggregate OTC Derivatives Data*, 19 septembre.

Conseil de stabilité financière (2015). *Thematic Review on OTC Derivatives Trade Reporting: Peer Review Report*, rapport d'examen par les pairs, 4 novembre.

——— (2016). *OTC Derivatives Market Reforms – Eleventh Progress Report on Implementation*, 26 août.

Duffie, D. (2011). *How Big Banks Fail and What to Do About It*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

G20 (2009). *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'États et de gouvernements*, 25 septembre.

Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010). *La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : document de discussion du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré*, 26 octobre.

International Swaps and Derivatives Association (2016). *Cross-Border Fragmentation of Global Interest Rate Derivatives: Second Half 2015 Update*, note de recherche, mai.

Pirrong, C. (2014). « A Bill of Goods: Central Counterparties and Systemic Risk », *Journal of Financial Market Infrastructures*, vol. 2, n° 4, p. 55-85.

Slive, J., C. Wilkins et J. Witmer (2011). « L'accès aux services de contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 45-52.

Wilkins, C., et E. Woodman (2010). « Le renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-48.